

**1. ПОСЛЕДНИЕ ДАННЫЕ¹**

Макроэкономические показатели по отношению к соответствующему периоду предыдущего года	2024	Янв.-мар. 2024	Янв.-мар. 2025	Мар. 2024	Мар. 2025
Темп роста ВВП, %	4,3	6,0 ²	1,9 ²	7,6 ²	0,8 ²
Рост потребительских цен, %	9,5	2,0	2,7	0,4	0,7
Рост цен производителей, %	7,9	-0,4 ²	1,4 ²	0,9 ²	0,9 ²
Рост денежной базы, %	2,0	-2,5	-5,3	0,6	-1,0
Индекс реального курса рубля к доллару США, %	-5,8	-1,0	20,4	-0,4	8,1
Индекс реального эффективного курса рубля к иностранным валютам, %	-1,1	0,7	19,2	0,8	7,1

	Янв.-фев.2025 в % к янв.-фев.2024	Фев. 2025 в % к фев. 2024	Фев. 2025 в % к янв. 2025
Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности	101,7	100,3	101,1
Индекс промышленного производства	101,2	100,2	96,6

Основные показатели федерального бюджета, млрд руб.	2024	Закон о бюджете 2025	Янв.-мар. 2025 ⁴
Доходы	36709	40296	9050
в т.ч. нефтегазовые доходы	11131	10936	2642
Расходы	40181	41470	11224
Профицит (+)/ дефицит (-)	-3472	-1174	-2174
Ненефтегазовый профицит(+)/дефицит (-)	-14603	-12110	-4816

¹ Источники: Росстат, Банк России, Федеральное казначейство, Минфин России, Минэкономразвития России.

² Данные на первое число месяца, т.е. за январь-февраль и февраль соответствующего года.

³ В узком определении.

⁴ Предварительные данные.

СОДЕРЖАНИЕ

1. ПОСЛЕДНИЕ ДАННЫЕ	1
2. ГЛАВНЫЕ НОВОСТИ.....	3
3. ИНФЛЯЦИЯ	6
4. РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР.....	9
5. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ	14
6. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА	20
Динамика международных резервов	20
Динамика денежно-кредитных показателей	20
Денежно-кредитная политика	22
Динамика кредитования	23
Динамика депозитов населения.....	25
7. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК.....	27
8. ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ.....	33
9. ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ	39
10. ФИНАНСЫ НАСЕЛЕНИЯ	45

2. ГЛАВНЫЕ НОВОСТИ

Бюджетная политика

14 апреля. Принято решение о переходе с 2026 года на двухэтапную схему индексации страховых пенсий. Первая индексация будет происходить в феврале в соответствии с уровнем инфляции за прошедший год, вторая – в апреле – в соответствии с ростом доходов социального фонда.

Денежно-кредитная политика

21 марта. Совет директоров Банка России вновь, как в декабре и феврале, на очередном заседании оставил ключевую ставку без изменений, на уровне 21% годовых. Согласно официальному пресс-релизу, это решение было обусловлено, с одной стороны, сохраняющимся высоким инфляционным давлением (поскольку рост внутреннего спроса заметно опережает предложение товаров и услуг), в том числе сформировавшимися ожиданиями по инфляции, и с другой стороны, охлаждением кредитной активности и ростом склонности населения к сбережению.

За счет последних факторов уже сформированы предпосылки процесса дезинфляции, однако ожидаемая продолжительность периода жесткой денежно-кредитной политики повысилась. В целом, риторика регулятора остается жесткой, с сохраняющейся перспективой дальнейшего повышения ставки (при неблагоприятной динамике показателей). По среднесрочному прогнозу Банка России, в базовом сценарии к концу 2025 г. инфляция должна сложиться на уровне 7-8% (на фоне прироста ВВП с темпом 1-2%), с перспективой возвращения к целевому ориентиру (4%) в 2026 году. Следующее решение о ключевой ставке регулятор должен принять 25 апреля.

Внешнеэкономическая деятельность

26 марта. С 26 марта в портах стран ЕС запрещается оказание услуг перевалки произведенного или экспортированного из России СПГ. Соответствующие санкции были введены в июне 2024 г., но была дана отсрочка до 26 марта 2025 г. для исполнения контрактов, заключенных до 25 июня 2024 г. Помимо этого запрещена техническая поддержка, брокерские услуги, финансирование или финансовая поддержка по перевалке. При этом власти государств ЕС могут разрешить перевалку СПГ из России в случае, если она требуется для транспортировки в другую страну ЕС и необходима для обеспечения функционирования ее энергетики.

3 апреля. Из числа стран-участниц сделки ОПЕК+ восемь приняли решение более быстрым темпом снять ранее принятые ограничения на добычу нефти в объеме 2,2 млн

барр./сут. и с мая нарастить добычу на 411 тыс. барр./сут., что соответствует объему трех месячных повышений. По новому плану в мае квота России составит 9,083 млн барр./сут., а Саудовской Аравии – 9,2 млн барр./сут.

В пресс-релизе ОПЕК указано, что решение позволит организации поддерживать рыночную стабильность и было принято вследствие продолжающегося улучшения фундаментальных рыночных факторов и позитивного прогноза для рынка. При этом, в зависимости от изменения рыночных условий, увеличение добычи может быть приостановлено или отменено.

Прогнозы

16 апреля. Банк России опубликовал результаты очередного опроса по макроэкономическим прогнозам для России, который был проведен 11 – 15 апреля и включал 26 участников. Результаты опроса являются медианой ответов участников и представлены в таблице ниже. Следующий опрос будет проведен 23 – 27 мая 2025 г.

Таблица 2.1 Опрос Банка России в апреле (в скобках – изменение по сравнению с опросом в марте)

	2024	2025	2026	2027
ВВП, % г/г	4,3	1,6 (-0,1)	1,7 (-0,1)	2,0 (0)
Инфляция, % дек. к дек. пред. года	9,5	7,1 (+0,1)	4,8 (0)	4,0 (0)
Инфляция, % к пред. году в среднем за год	8,4	9,5 (+0,1)	5,6 (+0,1)	4,3 (0)
Курс доллара США, руб./долл. в среднем за год	92,4	95,2 (-3,3)	102,4 (-1,6)	106,7 (-0,3)
Ключевая ставка, % в среднем за год	17,5	20,0 (-0,1)	14,3 (0)	9,7 (-0,3)
Баланс консолидированного бюджета, % ВВП	-1,6	-1,5 (-0,3)	-1,1 (-0,1)	-1,0 (0)
Экспорт товаров и услуг, млрд долл.	475	453 (-5)	460 (-4)	472 (-3)
Импорт товаров и услуг, млрд долл.	381	380 (-2)	388 (-5)	399 (-3)
Торговый баланс, млрд долл.	94	76 (+3)	70 (-3)	73 (0)
Номинальная заработная плата, % г/г	18,3	12,3 (-0,3)	7,9 (-0,2)	7,0 (0)
Реальная заработная плата*, % г/г	9,1	2,9 (-0,3)	2,3 (-0,2)	2,4 (-0,3)
Уровень безработицы, % в среднем за год	2,5	2,5 (0)	2,8 (+0,1)	2,9 (0)
Цена нефти Urals, долл./барр. в среднем за год	68	60 (-5)	60 (-5)	60 (-5)

	2024	2025	2026	2027
Нейтральная ключевая ставка**, %				
Медиана	8,0 (0)			
Диапазон 10-й перцентиль — 90-й перцентиль	7,0 — 9,8 (0) (+0,4)			
Долгосрочный рост ВВП***, % г/г				
Медиана	1,8 (0)			
Диапазон 10-й перцентиль — 90-й перцентиль	1,2 — 2,4 (0) (+0,1)			

* Расчет Банка России на основе ответов участников опроса по номинальной заработной плате и среднегодовой инфляции.

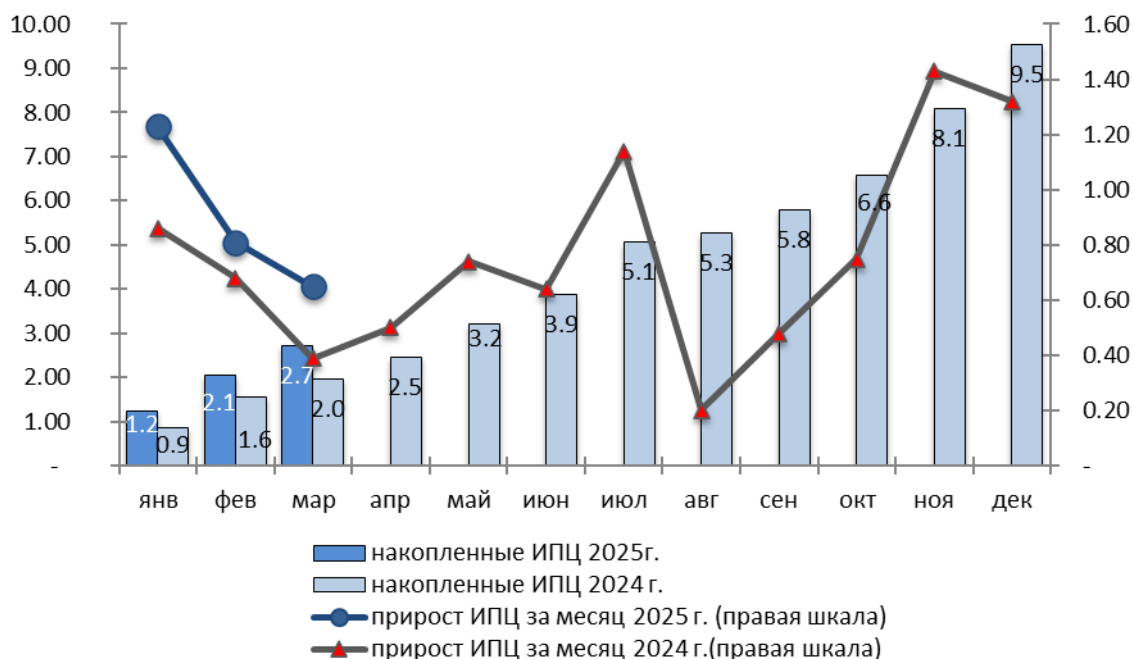
** Уровень ключевой ставки, при котором денежно-кредитная политика поддерживает в долгосрочном периоде инфляцию и инфляционные ожидания на цели и ВВП на потенциальном уровне.

*** Ожидаемые средние темпы роста потенциального ВВП на горизонте 2028-2032 гг.

Источник: Банк России

3. ИНФЛЯЦИЯ

Динамика индекса потребительских цен (%)



В марте 2025 года потребительские цены в среднем по России выросли на 0,65% (м./м. против прироста на 0,81% месяцем ранее и 0,39% в марте прошлого года). В целом за период с начала года потребительские цены в среднем выросли на 2,71% против прироста на 1,95% за аналогичный период прошлого года. В годовом выражении инфляция ускорилась до 10,34% в отчетном месяце против 10,06% месяцем ранее.

Базовый индекс потребительских цен в марте 2025 года был равен 0,69% против 0,75% в феврале и 0,60% в марте 2024 года. В годовом выражении базовая инфляция ускорилась до 9,65% по сравнению с 9,55% месяцем ранее.

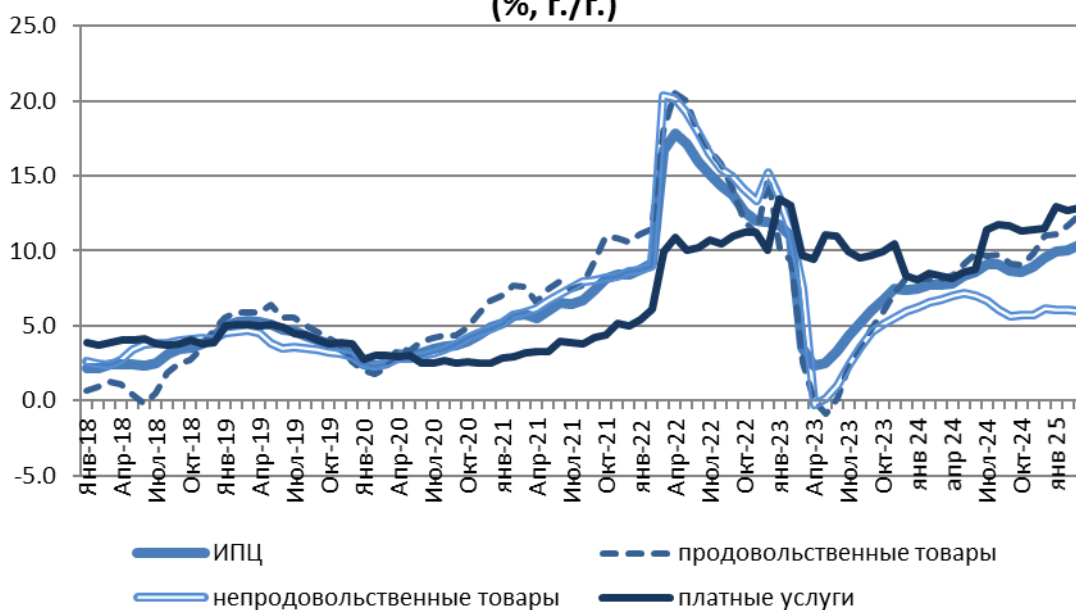
Среди групп потребительских товаров в отчетном месяце наиболее значительно подорожали продукты питания – на 0,83% (для сравнения, в феврале продовольственные товары подорожали на 1,27%). За период с начала года прирост цен на продовольственные товары составил 3,47% (+2,21% в январе-марте 2024 года). В годовом выражении прирост цен на продукты питания составил 12,42% против 11,68% месяцем ранее. При этом продовольственные товары без плодоовощной продукции подорожали в марте на 0,92% (прирост цен в годовом выражении был равен 11,49%), а прирост цен на плодоовощную продукцию был равен 0,25% (18,76% в годовом выражении). Среди других продовольственных товаров заметнее всего подорожали рыба и морепродукты (+1,7%), хлеб и хлебобулочные изделия (+1,4%) и молоко и молочная продукция (+1,24%).

Непродовольственные товары подорожали в отчетном месяце на 0,14% против прироста на 0,26% месяцем ранее и на 0,27% в марте прошлого года. В годовом выражении прирост цен на непродовольственные товары замедлился по сравнению с прошлым месяцем и составил 5,93% (против 6,07% в феврале). Наиболее значительно в отчетном месяце подорожали табачные изделия, медикаменты и бензин автомобильный (на 0,55-1,32%). Напомним, что цены на топливо активно повышались и в конце прошлого - начале текущего годов. В годовом выражении прирост цен на бензин составил 12,26% - максимальный прирост цен среди всех непродовольственных товаров.

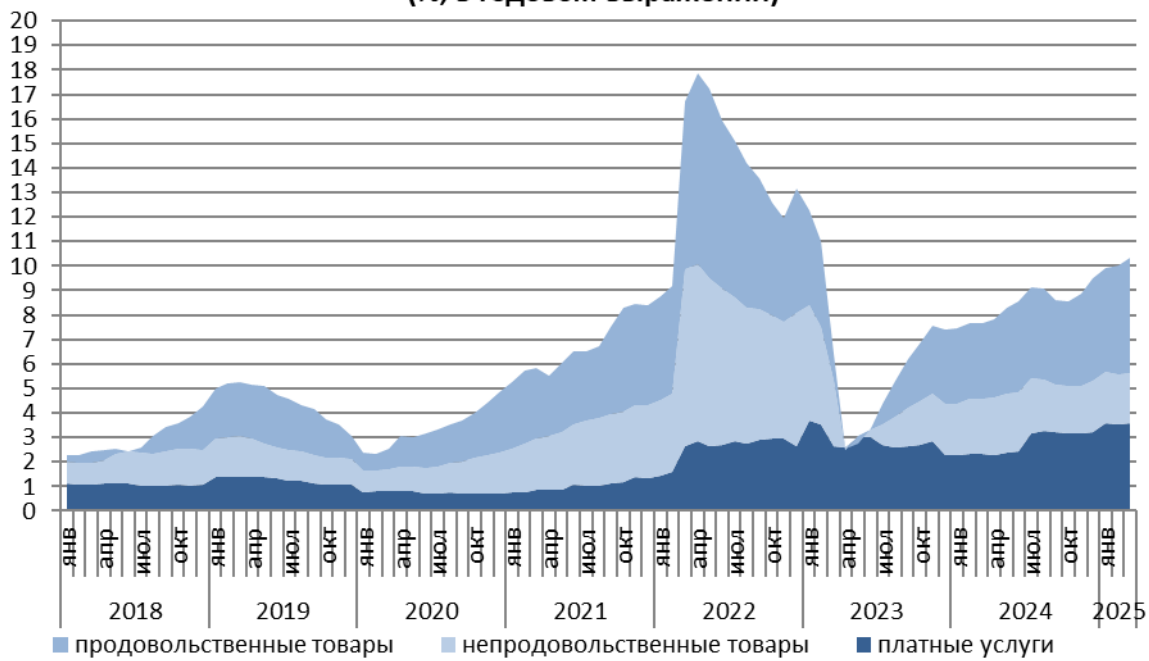
Цены на платные услуги выросли в отчетном месяце на 1,01%. В годовом выражении прирост цен на платные услуги составил 12,87%. Напомним, что цены на платные услуги являлись лидерами по темпам прироста на протяжении последних двух лет, тогда как в предыдущие года цены на платные услуги, напротив, росли минимальными темпами. Отметим, что среди платных услуг наиболее значительно в марте 2025 года подорожали услуги зарубежного туризма – на 2,69%, санаторно-оздоровительные услуги - на 2,27%, а также услуги организаций культуры – 1,47%.

По итогам мартовского заседания Совета директоров Банка России было объявлено о сохранении ключевой ставки на прежнем уровне - 21,00% годовых. Данное решение было принято с учетом того, что, по мнению регулятора, «достигнутая жесткость денежно-кредитных условий формирует необходимые предпосылки для возвращения инфляции к цели в 2026 году». Напомним, что в октябре 2024 года регулятор повысил ключевую ставку сразу на 200 б.п. В отчетном году Банк России прогнозирует инфляцию на уровне 7,0-8,0%. Достижение целевого показателя по инфляции – 4% - ожидается не ранее 2026 года.

Динамика подиндексов потребительских цен (%, г./г.)



**Вклад цен в отдельных сегментах потребительского рынка в ИПЦ
(%, в годовом выражении)**

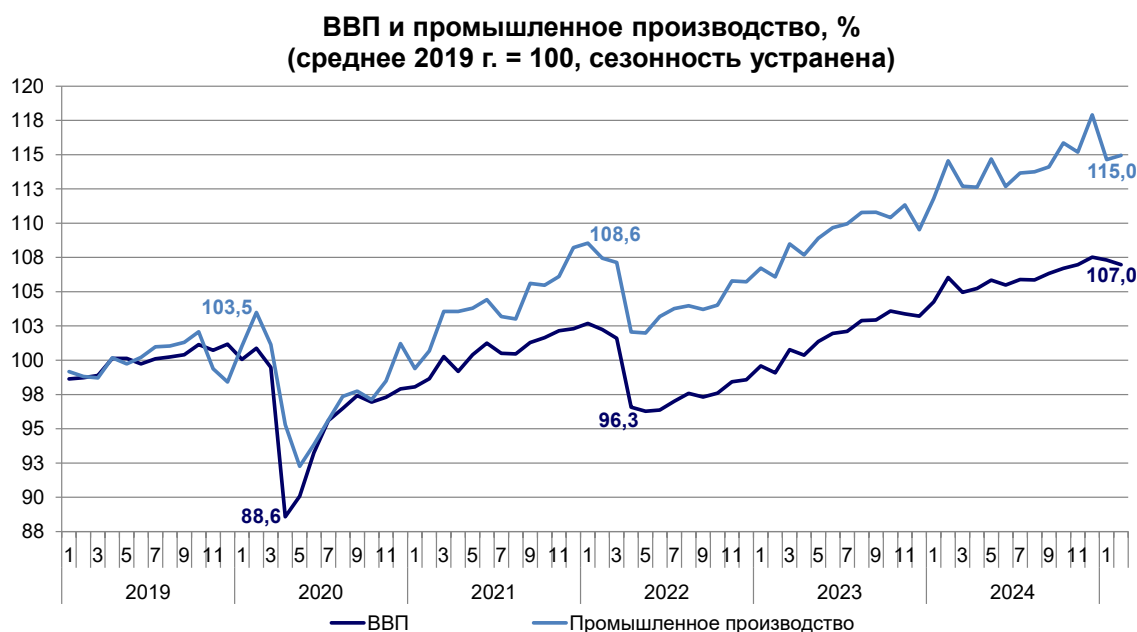


4. РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР

Основные показатели

По данным Минэкономразвития, рост ВВП в феврале составил 0,8% г/г после роста на 3% в январе и 4,5% в декабре. Более низкий показатель в отчетном месяце объясняется тем, что в феврале 2025 г. было на 1 день меньше, чем в феврале 2024 г. Вследствие февральского календарного фактора в январе-феврале 2025 г. рост ВВП снизился до 1,9% г/г.

В апреле Росстат уточнил динамику ВВП в 2024 г.: рост составил 4,3% после 4,1% в 2023 г. В течение года продолжался восстановительный и опережающий рост основных показателей реального сектора. Сохранялась устойчивая динамика ВВП: в январе-мае месячный рост составлял 4,2-4,8% г/г (в феврале однократный скачок до 7,6%); в июне-ноябре рост замедлился, но сохранил стабильность на уровне 3,2% г/г в среднем в месяц; в декабре наблюдалось ускорение до 4,5%.



Источник: расчеты ЭЭГ на основе данных Минэкономразвития и Росстата

Вследствие календарного фактора февраля, в январе-феврале 2025 г. рост промышленного производства замедлился до 1,2% г/г после 4,6% в 2024 г. При этом добыча полезных ископаемых сократилась на 3,5% г/г после снижения на 0,9% в 2024 г.; выпуск обрабатывающих производств увеличился на 5% г/г после роста на 8,5% в 2024 г.; обеспечение электроэнергией снизилось на 4,8% г/г после увеличения на 2,3% в 2024 г.; водоснабжение и водоотведение выросло на 0,6% г/г после сокращения на 0,1% в 2024 г.

В других крупных секторах в январе-феврале отмечена разнонаправленная динамика. Объем строительства вырос на 9,8% г/г после роста на 2,1% в 2024 г.; грузооборот транспорта сократился на 0,7% г/г после роста на 0,5% в 2024 г.; выпуск в сельском хозяйстве вырос на 1,7% г/г после сокращения на 3,2% в 2024 г.

Со стороны потребительского спроса динамика в январе-феврале замедлилась: оборот розничной торговли вырос на 3,8% г/г после роста на 7,2% в 2024 г.; объем платных услуг населению увеличился на 2,3% г/г после роста на 3,3% в 2024 г. При этом, судя по динамике в строительстве, рост инвестиционного спроса в январе-феврале, вероятно, ускорился. Напомним, что инвестиции в основной капитал выросли на 7,4% в 2024 г.

Таблица 4.1 Основные показатели реального сектора, % г/г

	Янв.-фев. 2025	2024	2023	2022
ВВП	1,9	4,3	4,1	-1,4
Сельское хозяйство	1,7	-3,2	0,2	11,3
Промышленность	1,2	4,6	4,3	0,7
Добыча полезных ископаемых	-3,5	-0,9	-1,0	1,5
Обрабатывающие производства	5,0	8,5	8,7	0,3
Обеспечение электроэнергией	-4,8	2,3	0,0	0,5
Водоснабжение и водоотведение	0,6	-0,1	0,3	-3,2
Строительство	9,8	2,1	9,0	7,5
Грузооборот	-0,7	0,5	-0,6	-2,3
Розничная торговля	3,8	7,2	8,0	-6,5
Платные услуги	2,3	3,3	6,9	5,0
Инвестиции в основной капитал	–	7,4	9,8	6,7

Источник: Минэкономразвития

Обрабатывающие производства

В январе-феврале 2025 г. падение г/г (частично – в силу календарного фактора) наблюдалось в следующих обрабатывающих производствах: кожа и изделия (-28%), автотранспорт (-7,7%), напитки (-6,1%), прочая минеральная продукция (-5,6%), металлургия (-3,2%), древесина и изделия (-1,1%), кокс и нефтепродукты (-0,9%), мебель (-0,7%), бумага и изделия (-0,2%), пищевые продукты (-0,2%), полиграфия и копирование (-0,1%). Минимальный и умеренный рост был отмечен в следующих секторах: резина и пластмасса (0,2%), одежда (1,2%). Опережающие темпы роста наблюдались в следующих секторах: химия (4,4%), электрооборудование (4,9%), другие машины и оборудование (5,5%), прочие изделия (5,7%), текстиль (7,2%), табачные изделия (8,8%), ремонт и монтаж (9%). Максимальные темпы роста отмечены в следующих секторах: компьютеры, электроника и оптика (12,3%), лекарства и материалы (12,6%), металлические изделия (27,1%), прочий транспорт (35%).

Таблица 4.2 Выпуск обрабатывающих производств, % г/г

	Янв.-фев. 2025	2024	2023	2022
Обрабатывающие производства	5,0	8,5	8,7	0,3
пищевые продукты	-0,2	3,5	6,6	1,1
напитки	-6,1	9,4	1,1	6,7
табачные изделия	8,8	-2,8	-10,0	-6,9
текстиль	7,2	3,8	3,7	-3,8
одежда	1,2	5,9	15,2	9,1
кожа и изделия	-28,0	-3,3	15,6	7,3
древесина и изделия	-1,1	4,2	-1,6	-10,0
бумага и изделия	-0,2	5,6	2,2	-0,2
полиграфия и копирование	-0,1	4,4	6,3	13,5
кокс и нефтепродукты	-0,9	-2,1	2,5	-0,6
химия	4,4	3,1	5,2	-2,4
лекарства и материалы	12,6	18,0	-0,4	9,3
резина и пластмасса	0,2	0,8	8,0	0,2
прочая минеральная продукция	-5,6	4,4	0,9	3,9
металлургия	-3,2	-1,2	3,0	-0,8
металлические изделия	27,1	35,3	26,4	13,4
компьютеры, электроника и оптика	12,3	28,8	39,4	9,4
электрооборудование	4,9	6,6	20,6	1,1
другие машины и оборудование	5,5	-2,7	8,1	-0,7
автотранспорт	-7,7	16,5	16,0	-44,2
прочий транспорт	35,0	29,6	29,0	-2,1
мебель	-0,7	7,7	11,5	10,7
прочие изделия	5,7	6,8	13,4	1,7
ремонт и монтаж	9,0	3,2	5,0	-2,6

Источник: Минэкономразвития

Валовой внутренний продукт в 2024 г.

В апреле Росстат уточнил оценки ВВП 2024 г. по производству, использованию и доходам. Оценка темпа роста произведенного ВВП в 2024 г. повышена с 4,1% до 4,3% за счет увеличения оценок роста валовой добавленной стоимости в строительстве (с 1,7% до 4,2%) и компоненты налогов на продукты (с 2,6% до 3,5%). В структуре произведенного ВВП в 2024 г. сокращение наблюдалось в следующих секторах: деятельность домохозяйств (-7,3%), сельское хозяйство (-3,4%), операции с недвижимостью (-1,3%), добыча полезных ископаемых (-0,9%). Минимальные темпы роста показали: водоснабжение и водоотведение (0,1%), здравоохранение (0,6%), образование (0,9%), транспорт и хранение (1,8%), обеспечение электроэнергией (1,9%). Умеренный прирост наблюдался в следующих секторах: прочие услуги (2,1%), административная деятельность (3,3%), профессиональная деятельность (3,9%), строительство (4,2%). Опережающие темпы роста показали: оптово-розничная торговля (6,9%), обрабатывающие производства (7,6%), культура, спорт и досуг (8,3%), госуправление и безопасность (8,9%), гостиницы и общепит (9,6%). Максимальный прирост продемонстрировали: информация и связь (12,0%), финансы и страхование (16,5%).

Таблица 4.3 Компоненты произведенного ВВП, % г/г

	2024	2023	2022
ВВП	4,3	4,1	-1,4
Валовая добавленная стоимость	4,4	4,3	-0,5
Сельское хозяйство	-3,4	0,1	7,0
Добыча полезных ископаемых	-0,9	-1,8	0,9
Обрабатывающие производства	7,6	7,6	-2,0
Обеспечение электроэнергией	1,9	0,1	0,3
Водоснабжение и водоотведение	0,1	0,2	-4,6
Строительство	4,2	9,5	6,7
Оптово-розничная торговля	6,9	4,8	-12,6
Транспорт и хранение	1,8	3,2	0,1
Гостиницы и общепит	9,6	10,9	5,1
Информация и связь	12,0	10,5	0,9
Финансы и страхование	16,5	8,6	2,2
Операции с недвижимостью	-1,3	1,3	1,0
Профессиональная деятельность	3,9	7,6	1,3
Административная деятельность	3,3	8,9	-0,2
Госуправление и безопасность	8,9	8,8	6,8
Образование	0,9	0,0	2,0
Здравоохранение	0,6	0,4	-6,8
Культура, спорт и досуг	8,3	2,1	8,1
Прочие услуги	2,1	0,6	-2,2
Деятельность домохозяйств	-7,3	9,6	18,6
Налоги	3,5	1,5	-8,5
Субсидии	1,0	-0,1	-0,6
Чистые налоги	3,7	1,6	-9,2

Источник: Росстат

В отношении использованного ВВП, оценка роста валового накопления понижена с 3,7% до 2,1% (в том числе основного капитала – с 10,2% до 6,0%) при незначительной корректировке компоненты потребления. В структуре использованного ВВП в 2024 г. наблюдался опережающий рост потребления домохозяйств (5,4%) и умеренный – для госуправления (4,8%) и НКО (4,8%). Всего рост конечного потребления составил 5,2%. Рост валового накопления составил 2,1%, в том числе 6,0% для основного капитала. Статистика по динамике физического объема экспорта и импорта товаров и услуг в составе ВВП по-прежнему не публикуется.

Таблица 4.4 Компоненты использованного ВВП, % г/г

	2024	2023	2022
ВВП	4,3	4,1	-1,4
Конечное потребление	5,2	6,5	0,1
домохозяйств	5,4	7,5	-0,6
госуправления	4,8	3,8	2,0
НКО	4,8	0,1	0,7
Валовое накопление	2,1	19,8	1,4
основного капитала	6,0	7,8	7,4

Источник: Росстат

В ВВП по доходам за 2024 г. оценка доли оплаты труда понижена на 0,2 п.п. при незначительном повышении оценок долей прибыли и чистых налогов. В структуре ВВП как дохода в 2024 г. по сравнению с 2023 г. существенно выросла доля оплаты труда (+2,2 п.п.) при сокращении доли прибыли и смешанных доходов на 1,2 п.п. и доли чистых налогов на 1,0 п.п.

Таблица 4.5 Компоненты ВВП как дохода, % ВВП

	2024	2023	2022
Оплата труда	43,9	41,7	39,4
Чистые налоги	7,7	8,7	7,7
Прибыль и смешанные доходы	48,4	49,6	52,9

Источник: Росстат

5. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ

Доходы федерального бюджета в январе-марте 2025 года на 3,8% превысили показатели аналогичного периода 2024 года. Увеличением произошло целиком за счет нефтегазовых поступлений, рост которых компенсировал снижение нефтегазовых поступлений. Относительный недобор нефтегазовых доходов объясняется, главным образом, динамикой цены на нефть.

В январе-марте 2025 года федеральный бюджет был исполнен с дефицитом в 2174 млрд рублей в номинальном выражении по сравнению с дефицитом в 295 млрд рублей в январе-марте 2024 года. Ненефтегазовый дефицит бюджета в январе-марте 2025 года составил 4816 млрд рублей, на 49,4% больше в номинальном выражении показателя 2024 года.

Таблица 5.1 Исполнение федерального бюджета, млрд руб.
(предварительные данные)

	Янв.-мар. 2024	Янв.-мар. 2025	Мар. 2024	Мар. 2025
Доходы	8722	9050	3694	5127
Нефтегазовые доходы	2928	2642	1308	1082
Ненефтегазовые доходы	5793	6408	2386	4046
Расходы	9017	11224	2859	3460
Профицит (+)/Дефицит (-)	-295	-2174	835	1667
Ненефтегазовый профицит (+)/дефицит(-)	-3224	-4816	-473	585
Фонд национального благосостояния				
Поступления в ФНБ	5	5	3	3
Использование средств ФНБ	0	0	0	0
ФНБ на конец периода	12534	11751		

Доходы

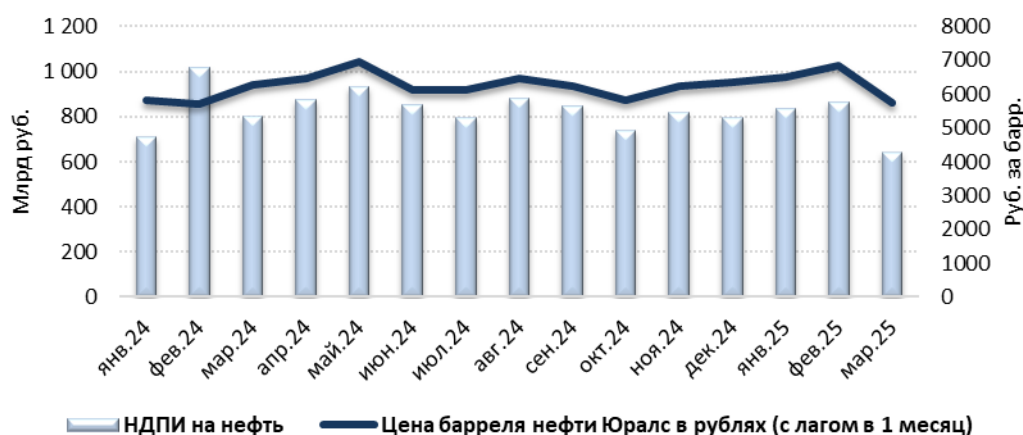
По предварительным данным доходы федерального бюджета за три месяца 2025 г. составили 9050 млрд руб., что на 3,8% выше поступлений аналогичного периода 2024 г. (в реальном выражении рост составил 1,0%). Увеличение произошло целиком за счет нефтегазовых доходов, рост которых компенсировал снижение нефтегазовых поступлений.

Таблица 5.2 Доходы федерального бюджета по основным видам поступлений

	Янв.-мар.		Изменение	
	2024	2025	%	
	Млрд руб.	Млрд руб.	в номинальном выражении	в реальном выражении, (в ценах 2024г.)
Доходы всего	8722	9050	3,8	1,0
Нефтегазовые доходы	2928	2642	-9,8	-12,2
Ненефтегазовые доходы	5793	6408	10,6	7,7

Недобор нефтегазовых доходов в январе-марте 2025 г. относительно показателей аналогичного периода 2024 г. в основном объясняется внешней конъюнктурой – ценой на российскую нефть и динамикой курса рубля. Как видно из графика ниже, ежемесячная динамика поступлений главного источника нефтегазовых доходов² – НДС на нефть – отражает динамику рублевой цены на нефть. Также одним из факторов относительного недобора нефтегазовых доходов в 2025 г. стали доплаты по НДС на нефть, которые имели место в начале прошлого года.

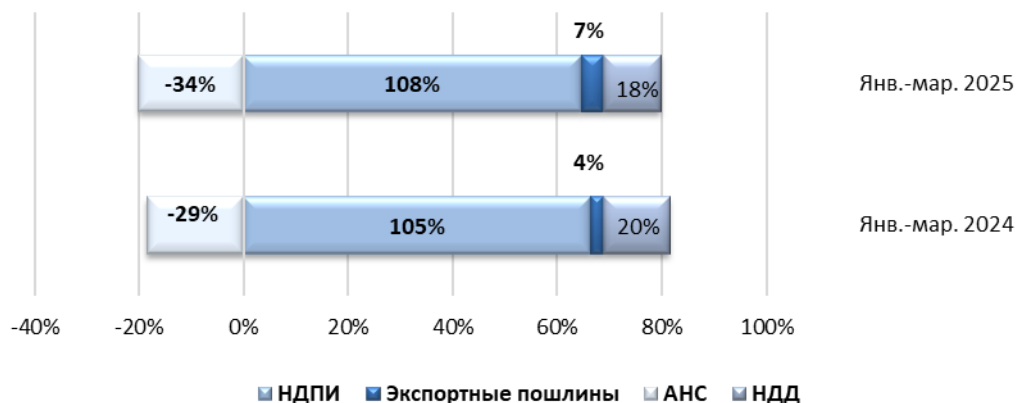
Сравнительная помесечная динамика поступлений НДС на нефть и цены на нефть



² Доля НДС на нефть в нефтегазовых доходах федерального бюджета накопленным итогом в среднем превышает 90%, но ввиду особенностей уплаты АНС и НДС в месячном выражении данная доля может варьироваться от 60 до 120%.

Доля нефтегазовых доходов в общих доходах федерального бюджета в январе-марте составила 29,2% (для сравнения в аналогичном периоде 2024 г. она превышала 33%). Структура нефтегазовых доходов сохраняет устойчивость.

Структура нефтегазовых доходов



Ненефтегазовые доходы по итогам января-марта 2025 г. превышают аналогичные показатели прошлого года на 11%. Среди всех видов ненефтегазовых доходов традиционно выделяется НДС. В январе-марте 2025 г. по предварительным данным этот налог обеспечил более половины всего объема ненефтегазовых поступлений и более половины всего роста ненефтегазовых доходов (57% и 51% соответственно).

С точки зрения выполнения бюджетного плана на 2025 г. в январе-марте доходы составили 22,5% от суммы, предусмотренной законом о федеральном бюджете. Напомним, что на 2025 г. общий объем доходов федерального бюджета ожидается в размере 40,3 трлн руб., из которых 10,9 трлн – нефтегазовые доходы.



Расходы

По оперативным данным кассовые расходы федерального бюджета за январь-март 2025 г. составили 11 224 млрд руб., что на 24,5% выше показателя того же периода предыдущего года в номинальном выражении, в реальном выражении показатель выше на 21,2%. Всего исходя из закона³ о федеральном бюджете на 2025 г., федеральные расходы были запланированы в размере 41 470 млрд руб. Расходы на государственные закупки в январе-марте 2025 года составили 3208 млрд руб., что на 26,6% выше показателя того же периода предыдущего года в номинальном выражении, на январь приходится около 64% запланированных государственных закупок на 2025 год. Таким образом, увеличение расходов в январе-марте 2025 года обусловлено оперативным заключением контрактов и авансированием финансирования по отдельным контрактам в начале года. Расходы на реализацию национальных проектов за январь-март 2025 г. составили 1360 млрд руб. (23% от плановых).

По состоянию на 11 апреля 2025 года в рамках реализации госпрограмм на направление «Сохранение населения, здоровье и благополучие людей» было израсходовано 1981 млрд руб., из которых большая часть была направлена на социальную поддержку граждан – 1242 млрд руб. Расходы на развитие здравоохранения в рамках данной госпрограммы составили 674 млрд руб.

В рамках направления «Комфортная и безопасная среда для жизни» из федерального бюджета было профинансировано 1534 млрд руб. на обеспечение доступным и комфортным жильем и коммунальными услугами граждан (714 млрд руб.), обеспечение общественного порядка и противодействие преступности (236 млрд руб.), развитие транспортной системы (350 млрд руб.) и другое.

В рамках направления «Развитие науки, промышленности и технологий» было израсходовано 1120 млрд руб. на развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности (383 млрд руб.), на научно-технологическое развитие (726 млрд руб.) и др.

В рамках направления «Достойный, эффективный труд и успешное предпринимательство» из федерального бюджета было профинансировано 1158 млрд руб. на экономическое развитие и инновационную экономику (48 млрд руб.), госпрограмму развития сельского хозяйства (126 млрд руб.), управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков (923 млрд руб.).

³ утверждено законом № 419-ФЗ от 30.11.2024

В рамках направления «Возможности для самореализации и развития талантов» из федерального бюджета было профинансировано на развитие образование – 187 млрд руб., развитие культуры – 85 млрд руб., развитие туризма – 12 млрд руб.

Баланс бюджета и источники финансирования

Кассовый дефицит⁴ в январе-феврале 2025 года составил 3841 млрд руб. по сравнению с дефицитом в 1130 млрд руб. в том же периоде 2024 года.

Объем средств, привлеченных на внутреннем долговом рынке, в январе-феврале 2025 года составил 579 млрд руб. при затратах на погашение ценных бумаг в объеме 420 млрд руб. Остатки на счетах в 2024 году уменьшились на 4449 млрд руб.

Таблица 5.3 Источники финансирования бюджета, млрд руб.

	Номинальное выражение		Реальное выражение	
	Янв.–фев.	Янв.–фев.	Янв.–фев.	Янв.–фев.
Финансирование дефицита	1130	3841	1130	3507
Внутреннее финансирование	1181	3860	1181	3524
Сальдо внутренних заимствований	97	159	97	145
Бюджетные кредиты	0	0	0	0
Курсовая разница	38	-441	38	-403
Изменение остатков на счетах	810	4449	810	4062
Прочее	241	-302	241	-276
Внешнее финансирование	-51	-19	-51	-17

ФОНД НАЦИОНАЛЬНОГО БЛАГОСОСТОЯНИЯ

Таблица 5.4 Фонд национального благосостояния⁵, млрд руб.

	Фонд национального благосостояния
Объем фонда, на конец периода	11 751
Поступления	
<i>мар.2025</i>	3
<i>Янв.–мар. 2025</i>	5,5
Изъятия	
<i>мар.2025</i>	0
<i>Янв.–мар. 2025</i>	0
Курсовая разница	
<i>мар.2025</i>	-101
<i>Янв.–мар. 2025</i>	-488
Объем фонда, на начало периода	11 880

⁴ Свежие данные об источниках финансирования дефицита федерального бюджета, предоставленные Федеральным казначейством, доступны на 1 марта 2025

⁵ Данные по объёму Фонда на определённую дату приводятся с учетом изменения рыночной стоимости акций ПАО Сбербанк, ПАО Аэрофлот и ПАО Банк ВТБ.

По состоянию на 1 апреля 2025 г. **объем ФНБ** составил 11 751 млрд руб., что эквивалентно 140,4 млрд долл. США (или 5,5% ВВП). **Объем ликвидных активов Фонда**⁶ составил эквивалент 3269 млрд руб. (или 1,5% ВВП), что эквивалентно 39 млрд долл. США.

Таблица 5.5 Структура средств ФНБ на 1 апреля 2025 года, млрд единиц валют

	Валюта	Объем, на 01.04.2025
1. Средства, размещенные на отдельных счетах в Банке России	китайские юани	164
	золото (тон)	168
	рубли	1,67
2. Депозиты во Внешэкономбанке	рубли	1056
3. Долговые обязательства иностранных государств на основании отдельного решения Правительства Российской Федерации, без предъявления требования к рейтингу долгосрочной кредитоспособности	доллары США	3
4. Депозиты в Банке «Газпромбанк» (АО) для финансирования самокупаемых инфраструктурных проектов	рубли	38,4
5. Обыкновенные акции ПАО Сбербанк	рубли	3458
6. Обыкновенные акции ПАО «Аэрофлот»	рубли	162
7. Обыкновенные акции АО «ДОМ.РФ»	рубли	137
8. Обыкновенные акции АО «ГТЛК»	рубли	58,3
9. Обыкновенные акции Банка ВТБ (ПАО)	рубли	95,7
10. Привилегированные акции ОАО «РЖД»	рубли	722
11. Привилегированные акции АО «Атомэнергопром»	рубли	57,5
12. Привилегированные акции Банка ВТБ (ПАО)	рубли	214
13. Привилегированные акции Банка ГПБ (АО)	рубли	165
14. Привилегированные акции АО «Россельхозбанк»	рубли	25
15. Облигации ООО «НЛК-Финанс»	рубли	274
16. Облигации ООО «ВК»	рубли	60
17. Облигации государственной компании «Российские автомобильные дороги»	рубли	527
18. Облигации ООО «Авиакапитал-Сервис»	рубли	175
19. Облигации ППК «Фонд развития территорий»	рубли	144
20. Облигации АО «ГТЛК»	рубли	178
21. Облигации ООО «Инфраструктурные инвестиции-4»	рубли	4,1
22. Облигации государственной корпорации «Ростех»	рубли	358
23. Облигации иных российских эмитентов	рубли	49,7
	доллары США	1,87
	китайские юани	10

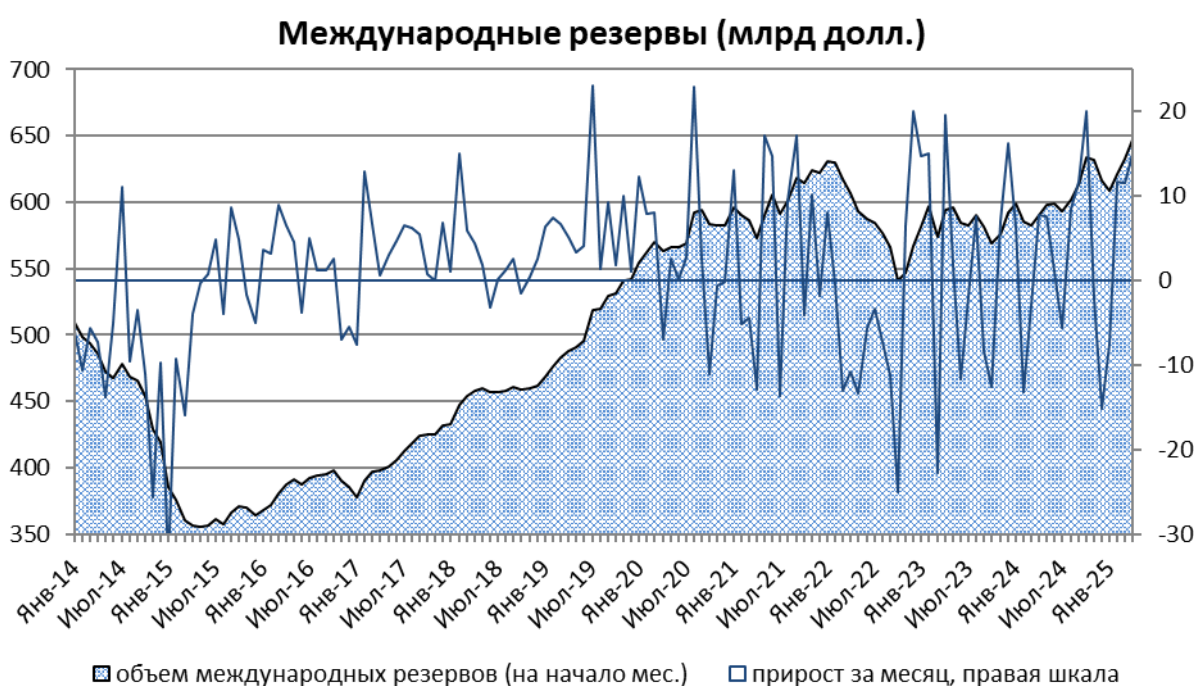
⁶ Средства на банковских счетах в Банке России.

6. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Динамика международных резервов

По итогам марта 2025 года международные резервы Российской Федерации выросли на 15,0 млрд долл. (или на 2,4%). С начала текущего года прирост международных резервов был равен 38,29 млрд долл. Активный рост международных резервов, зафиксированный в начале текущего года, связан с положительной переоценкой активов. Напомним, что в целом за 2024 год прирост объемов резервов составил 10,5 млрд долл. (или 1,8%), при этом динамика международных резервов в прошлом году была разнонаправленная. По данным на 1 апреля 2025 года объем золотовалютных резервов равнялся 647,4 млрд долл., что представляет собой максимальное значение за весь период публикации данных.

Напомним, что в конце февраля 2022 года часть международных резервов была заморожена на счетах в других странах. Также отметим, что ранее Банк России заявлял о приостановке публикации данных о динамике международных резервов (на фоне заморозки части активов), однако в конце марта 2022 года регулятор изменил свое решение и вновь стал предоставлять соответствующие данные в обобщенном виде (за исключением данных об управлении активами в иностранной валюте и золоте).

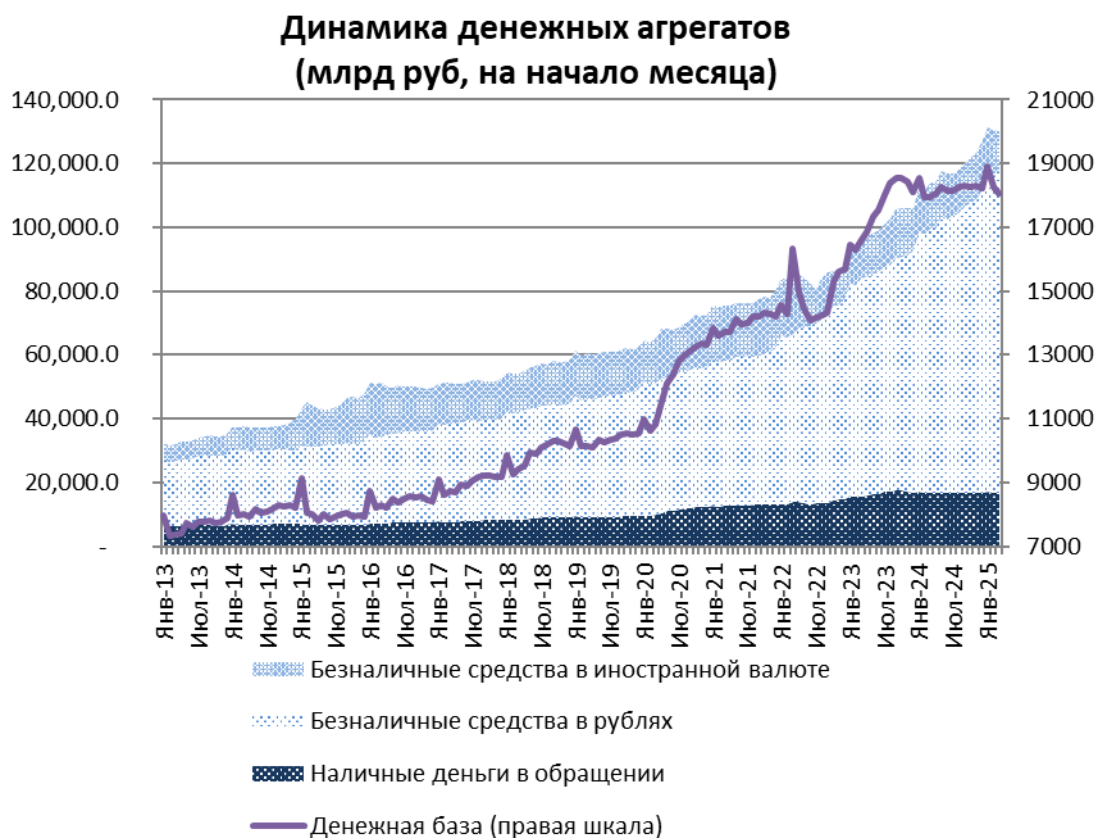


Динамика денежно-кредитных показателей

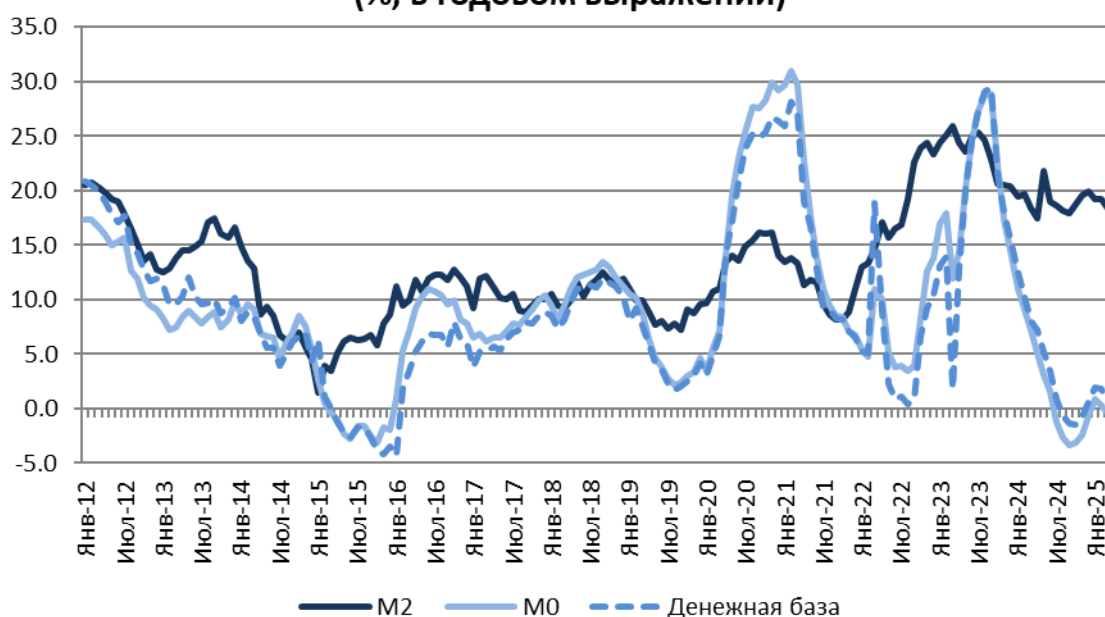
Объем денежной массы в феврале 2025 года увеличился на 1,0% по сравнению с предыдущим месяцем, а в годовом выражении прирост составил 18,4% (против 19,2% месяцем ранее). Объем денежного агрегата M0 в феврале снизился на 1,0%, а в годовом выражении прирост составил -0,4% против прироста на 0,8% по итогам 2024 года. По

состоянию на 1 марта 2025 г. доля наличных денег в обращении в структуре рублевой денежной массы равнялась 14,1% против 14,7% на начало 2025 года. Объем депозитов в рублях увеличился в феврале на 1,3% м./м., а прирост в годовом выражении составил 22,2%.

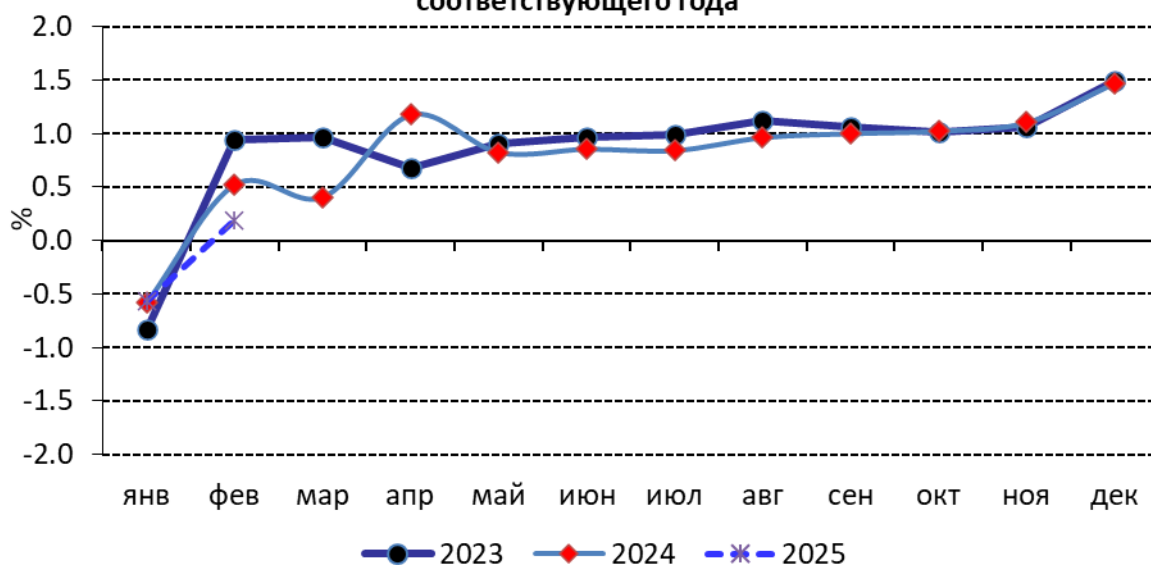
В марте 2025 года объем денежной базы в узком определении сократился на 1,0%, а в годовом выражении снижение показателя составило 0,9% (против прироста на 0,7% месяцем ранее). Напомним, что по итогам 2024 года прирост денежной базы в узком определении составил 2,0%.



**Темпы роста денежных агрегатов
(%, в годовом выражении)**



**Среднемесячный рост M2 с начала
соответствующего года**



Денежно-кредитная политика

По итогам последнего планового заседания Совета директоров Банка России, состоявшегося 21 марта 2025 года, было принято решение сохранить ключевую ставку на уровне 21,00% годовых. Напомним, что во втором полугодии прошлого года - в июле, сентябре и октябре 2024 года - регулятор повышал ключевую ставку на 200, 100 и 200 б.п. соответственно. Комментируя принятое решение, Банк России отмечает, что, несмотря на сохраняющиеся высокое инфляционное давление и рост внутреннего спроса, опережающий возможности расширения предложения, наблюдается охлаждение кредитной активности и сохранение высокой склонности населения к сбережению.

Обобщая информацию о влиянии разнонаправленных факторов на инфляцию, представители регулятора отмечают, что «достигнутая жесткость денежно-кредитных условий формирует необходимые предпосылки для возвращения инфляции к цели в 2026 году». При этом подчеркивается, что денежно-кредитная политика должна оставаться жесткой продолжительное время. Банк России прогнозирует инфляцию по итогам отчетного года на уровне 7,0-8,0%, а возвращение инфляции к целевому уровню 4,0% в 2026 году. При этом фактическая инфляция в начале 2025 года существенно превосходит прогнозные значения, достигнув двузначного уровня.

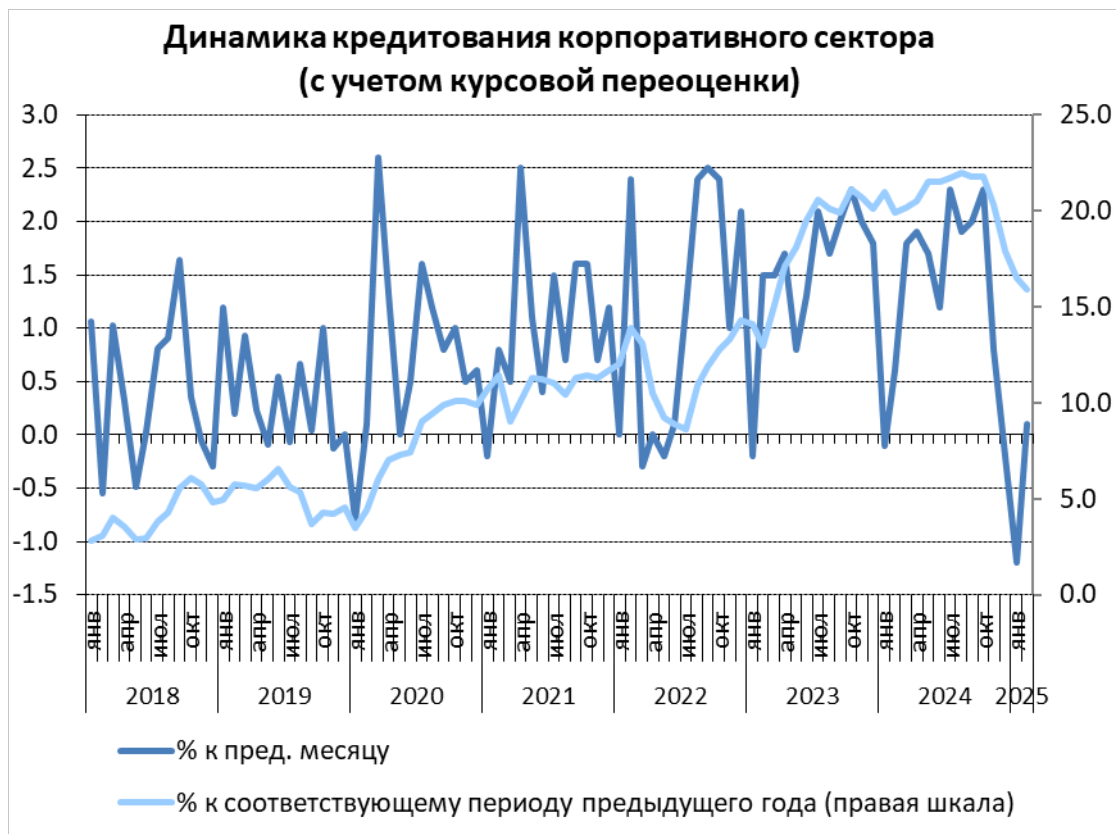
Очередное заседание Совета директоров Банка России, на котором будет приниматься решение по ключевой ставке, запланировано на 25 апреля 2025 года.

Динамика кредитования

В феврале 2025 года объем кредитования реального сектора увеличился по сравнению с прошлым месяцем на 0,1% (против снижения на 1,2% месяцем ранее). В годовом выражении прирост объемов кредитования реального сектора составил в отчетном месяце 15,9% против прироста на 17,9% по итогам 2024 года. По информации Банка России, динамика объемов кредитования в последние месяцы объяснялась увеличением государственных расходов, что снижало потребность компаний в кредитовании.

Сокращение объемов кредитования населения (в % к предыдущему месяцу) в феврале 2025 года составило, как и месяцем ранее, 0,3%. В годовом выражении рост продолжил замедляться - до 11,8% в отчетном месяце против 14,2% в 2024 году. Напомним, что пик прироста кредитования населения был зафиксирован в июне 2024 года – 27,1%.

Если рассматривать динамику в отдельных сегментах рынка, то увеличение объемов ипотечного портфеля в отчетном месяце составило 0,2%. В годовом выражении прирост объемов ипотечного кредитования в отчетном месяце составил 12,0% против прироста на 14,0% на конец прошлого года и пикового значения – 34,9%, зафиксированного в ноябре 2023 года. Рост объемов ипотечного кредитования происходил за счет льготных ипотечных программ. Отметим, что в начале февраля увеличились уровни возмещения банкам по семейной ипотеке, а также по «дальневосточной» ипотеке.



В сегменте необеспеченных потребительских кредитов сокращение объемов кредитования составило 0,9% в феврале против снижения на 0,3% месяцем ранее. В годовом выражении прирост объемов кредитования в данном сегменте составил 7,9% против прироста на 11,2% в 2024 году.



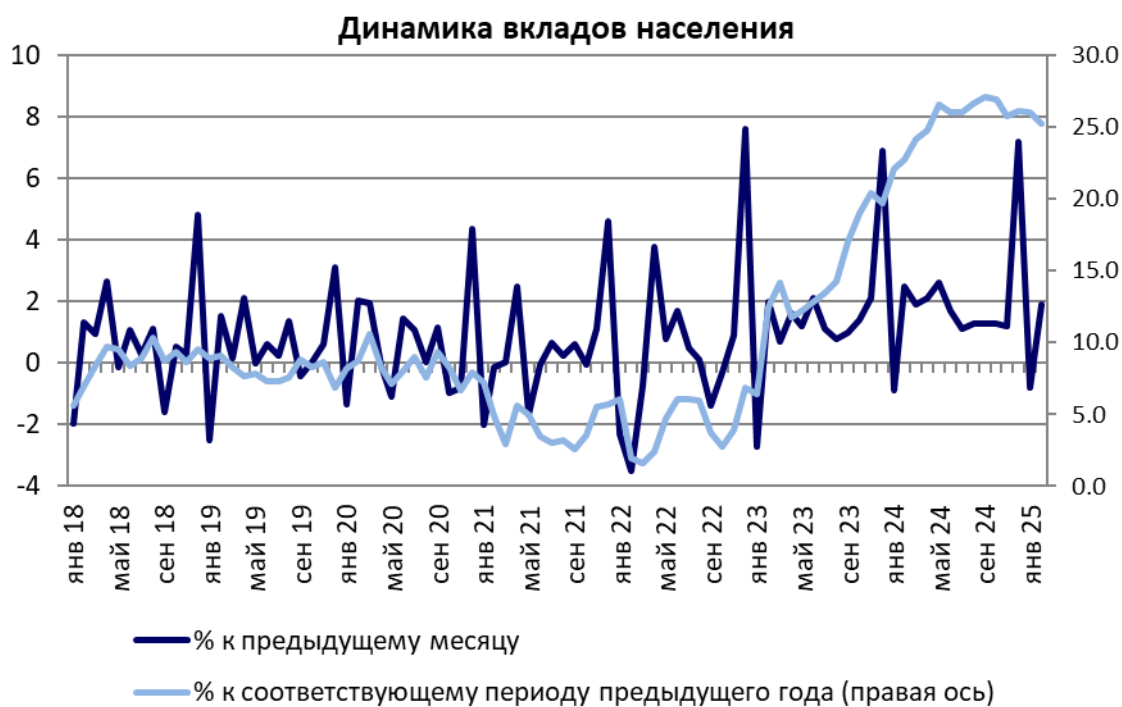
Напомним, что ускоренный рост потребительского кредитования в первом полугодии прошлого года заставил регулятора ужесточать макропруденциальную политику, в частности, повышать надбавки к коэффициентам риска и устанавливать более жесткие макропруденциальные лимиты.

Динамика депозитов населения

В феврале 2025 года увеличение объемов депозитов населения составило 1,9% против снижения на 0,8% месяцем ранее. В годовом выражении рост составил 25,2% против 26,1% по итогам 2024 года.

Согласно результатам мониторинга максимальной процентной ставки по вкладам в крупнейших банках, с середины 2023 года фиксируется рост указанной ставки, который ускорился на фоне повышения ключевой ставки во второй половине 2024 года. С конца прошлого года наблюдается некоторое снижение максимальной процентной ставки в ответ на решение центрального банка о сохранении ключевой ставки на прежнем уровне. Так, по состоянию на третью декаду февраля максимальная процентная ставка по вкладам составила 20,85% против 22,28% в середине декабря 2024 года.

Также напомним, что 9 марта 2022 года Банк России ограничил выдачу гражданам наличной валюты с валютных счетов в банке. Новые правила, первоначально введенные на период до 9 сентября 2022 года и предполагающие выдачу не более 10 тыс долл. в наличной валюте (остальные средства выдаются в рублях по рыночному курсу на день выдачи), были продлены несколько раз, последний раз – до 9 сентября 2025 года. При этом отмечается, что все средства на валютных счетах будут сохранены в полном объеме в валюте вклада.



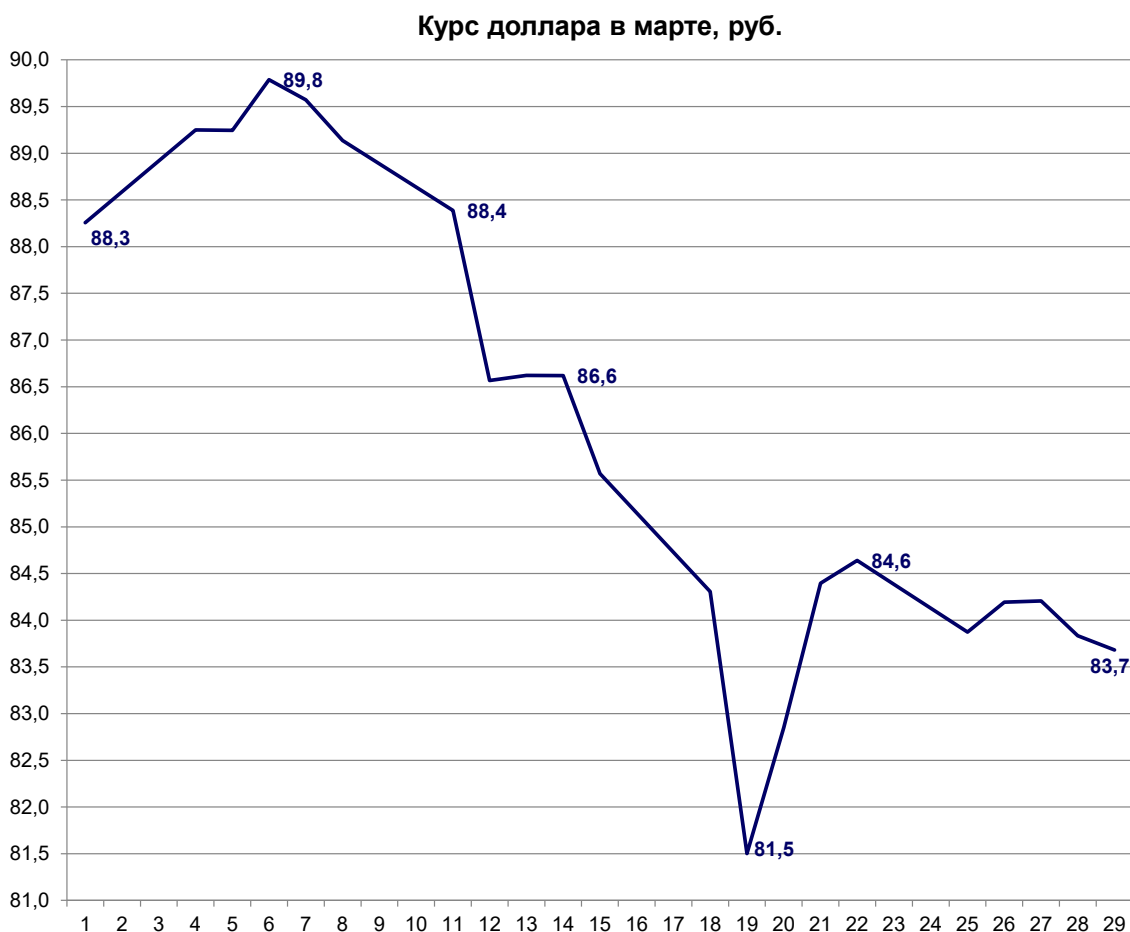
Состояние денежного рынка

В марте 2025 года, по информации Банка России, средний профицит ликвидности составил 1,1 трлн руб. против 1,0 млрд руб. месяцем ранее. Регулятор ожидает перехода банковского сектора к бюджетному дефициту в середине текущего года. Также напомним, что с начала года Банк России возобновил зеркальные операции на внутреннем валютном рынке в рамках бюджетного правила.

7. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Курс рубля в феврале

Средний курс рубля к доллару в марте составил 86,1 руб./долл.; таким образом, укрепление рубля по сравнению с февралем сложилось в размере 7,9%. По состоянию на конец марта курс составил 83,7 руб. против 87,7 руб. на конец февраля. Реальный курс рубля к доллару в марте вырос на 8,1% по сравнению с февралем и на 20,4% по сравнению с декабрем 2024 г.



Источник: Банк России

В структуре платежного баланса (предварительная оценка Банка России) укреплению рубля в марте по сравнению с февралем способствовали: рост экспорта товаров на 6,3 млрд долл., рост доходов к получению на 0,5 млрд долл., рост экспорта услуг на 0,3 млрд долл., рост экспорта услуг на 0,3 млрд долл. При этом изменение резервных активов сохранилось на уровне февраля.

В то же время в сторону ослабления на рубль в марте действовали: рост чистого приобретения иностранных активов (кроме резервных) на 2,7 млрд долл., рост импорта товаров на 2 млрд долл., сокращение чистых ошибок и пропусков (прокси для незарегистрированного чистого притока капитала) на 1,6 млрд долл., рост импорта услуг на 0,9 млрд долл., рост доходов к выплате на 0,2 млрд долл.

В марте укрепление рубля к доллару продолжилось третий месяц подряд. При этом в начале месяца имело место ослабление доллара к основным валютам из-за опасений относительно экономического роста в США, но оно было в целом ограниченным: индекс DXY снизился в начале марта на 5% относительно максимальных значений января. Отметим, что в силу некоторой разобщенности российского и международных валютных рынков влияние на рубль колебаний доллара на внешнем рынке ограничено.

После практически почти непрерывного укрепления рубля в течение всего февраля в начале марта наметилась некоторая коррекция и доллар вырос до 89,8 руб. 6 марта. Ослаблению рубля в начале месяца также способствовало снижение цен на нефть на новостях о вступлении 4 марта в силу тарифов США на импорт из Канады и Мексики и повышения тарифов на импорт из Китая.

Далее рубль вновь перешел к укреплению, которое непрерывно продолжалось в течение двух недель. Сохранилось влияние геополитического фактора: 8 марта появились новости, что Белый дом рассматривает возможность ослабления санкций против России. Потенциальное смягчение геополитических рисков привело к росту притока средств иностранных инвесторов в российские облигации, в особенности ОФЗ. Выход благоприятной статистики реального сектора за январь также поддержал рубль. В сторону укрепления на рубль в марте также действовал небольшой рост чистых продаж валюты Банком России в рамках бюджетного правила (см. ниже). По данным Банка России, в марте население после нетто-покупок валюты в феврале (6,5 млрд руб.) вернулось к нетто-продажам (0,2 млрд руб.), что также играло в сторону укрепления рубля. Продолжал действовать и сезонный фактор: спрос на валюту со стороны импортеров снижается в первые месяцы года, а экспорт вырос относительно февраля и экспортеры продавали достаточно большой объем валюты в том числе с целью уплаты налогов. Однако при этом, по данным Банка России, чистые продажи валюты 29 компаниями из числа крупнейших экспортеров в марте снизились на 18% м/м до 10,2 млрд долл., что действовало в сторону ослабления рубля.

12-14 марта в укреплении рубля была небольшая пауза, вероятно, в силу того, что США не продлили действие лицензии для ограниченных расчетов за российские энергоресурсы через банки под санкциями, тем самым фактически введя дополнительные ограничения против России. Далее укрепление рубля продолжилось, и к 19 марта курс доллара опустился до 81,5 руб.

21 марта Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 21%, что совпало с ожиданиями большинства инвесторов. При этом было объявлено, что вероятность повышения ставки для сдерживания инфляции в будущем сохраняется, но снизилась. Таким образом сигнал регулятора смягчился, что привело к некоторому ослаблению рубля и курс доллара вырос до 84,6 руб. 22 марта. Далее укрепление возобновилось: 25 марта состоялась встреча экспертных групп России и США

относительно переговоров по «Черноморской инициативы», что было позитивно воспринято рынками и также сыграло в сторону укрепления рубля.

Средний курс рубля к евро в марте составил 92,7 руб./евро; таким образом, укрепление рубля по сравнению с февралем сложилось в размере 4,6%. По состоянию на конец марта курс составил 89,7 руб. против 92 руб. на конец февраля. Реальный курс рубля к евро в марте вырос на 4,8% по сравнению с февралем и на 18,2% по сравнению с декабрем 2024 г.

Средний курс рубля к юаню в марте составил 11,8 руб./юань; таким образом, укрепление рубля по сравнению с февралем сложилось в размере 7%. По состоянию на конец марта курс составил 11,5 руб. против 12 руб. на конец февраля. Реальный курс рубля к юаню в марте вырос на 7,9% по сравнению с февралем и на 20,8% по сравнению с декабрем 2024 г.

По отношению к корзине валют торговых партнеров, реальное укрепление рубля в марте по сравнению с февралем составило 7,1%, а по сравнению с декабрем 2024 г. – 19,2%.

Внутренний валютный рынок

Интервенции Банка России на валютном рынке (также включая золото) в марте складывались из двух частей:

1. Покупок валюты и золота в рамках бюджетного правила согласно решениям Минфина России: в период 1-6 марта ежедневная покупка составляла 3,3 млрд руб. в день, а с 7 марта по 4 апреля – 2,9 млрд руб. в день.

2. Корректировки, состоящей из 2 компонент, в виде продажи валюты и золота:
– в течение 1-го полугодия в объеме 4,07 млрд руб. в день, что в сумме соответствует объему чистого инвестирования средств ФНБ в разрешенные финансовые активы в рублях во 2-ом полугодии 2024 г.

– в течение всего года в объеме 4,79 млрд руб. в день, что в сумме соответствует разнице объема отложенных с 28 ноября по 31 декабря 2024 г. покупок в рамках бюджетного правила и объема расходования средств ФНБ для финансирования дефицита бюджета вне бюджетного правила за 2024 г.

Таким образом, 1-6 марта Банк России осуществлял нетто-продажу валюты и золота в объеме 5,56 млрд руб. в день, а с 7 марта по 4 апреля нетто-продажи составляли 5,96 млрд руб. в день. Операции Банка России с валютой проводились в валютной секции Московской Биржи в инструменте «китайский юань – рубль» со сроком расчетов «завтра». Общая нетто-продажа валюты и золота в марте составила эквивалент 10,5 млрд юаней, что несколько больше объема нетто-продаж в феврале (9,9 млрд юаней). В апреле можно ожидать дополнительного увеличения поддержки курса рубля со стороны таких операций, поскольку по решению Минфина России с 7 апреля по 12 мая осуществляется продажа валюты и золота в ежедневном объеме 1,6 млрд руб.

С 27 декабря 2024 г. Банк России перешел к расчету официальных курсов валют на основе объединенных данных биржевых и внебиржевых сегментов валютного рынка. Это повышает репрезентативность официальных курсов с учетом расширения объемов внебиржевых операций. В том числе предусматривается возможность рассчитывать курс валюты через кросс-курс при недоступности данных о торгах для какой-либо валютной пары.

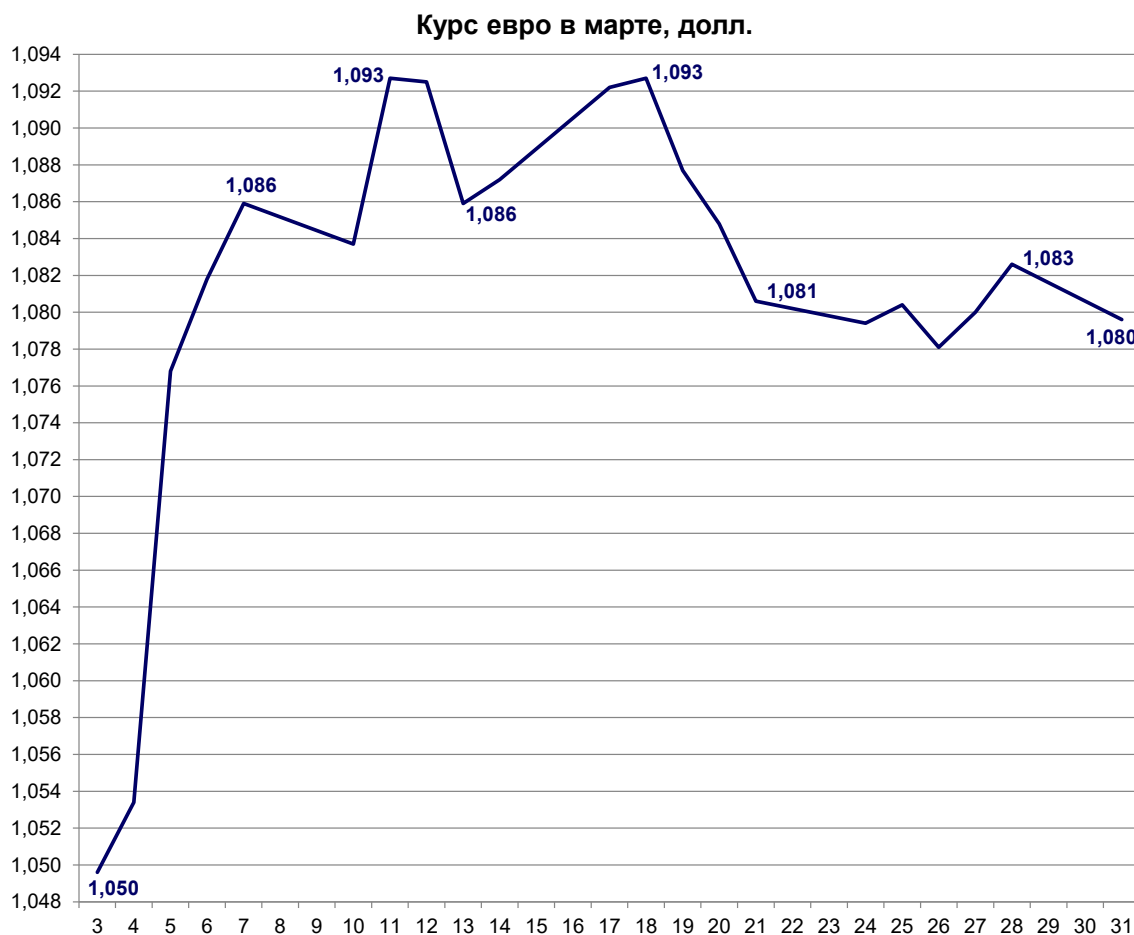
После введения санкций в июне 2024 г. Московская Биржа с августа приостановила публикацию информации об объеме торгов на валютном рынке (в том числе для пары «рубль-юань»). При этом информационный портал mfd.ru продолжал публиковать исторические данные об объеме торгов валютой на бирже. Однако с февраля текущего года портал также прекратил публикацию этих данных. На данный момент на mfd.ru доступны данные по среднедневным объемам торгов за 3 последних месяца по состоянию на дату наблюдения (скользящее среднее). На 11 апреля для пары «рубль-юань» со сроком расчетов «завтра» этот объем составил 101,6 млрд руб., а со сроком расчетов «сегодня» – 27,4 млрд руб.

Волатильность в парах «рубль-доллар», «рубль-евро» и «рубль-юань» после роста во всех трех парах в феврале сократилась в марте для доллара и юаня на 11% каждая, но выросла для евро на 39%. При этом волатильность к евро выросла до уровня предыдущего пика июня 2024 г., когда были введены санкции США в отношении Московской биржи. В то же время волатильность к доллару и юаню в марте была примерно на уровне декабря. В сторону уменьшения волатильности ко всем трем валютам действовали геополитические факторы. При этом повышение волатильности к евро в марте было обусловлено укреплением европейской валюты к доллару на фоне опасений о рецессии в США и тарифной войны с ЕС.

Мировой валютный рынок

Среднемесячный курс евро к доллару в марте составил 1,081 долл./евро; таким образом, укрепление по сравнению с февралем сложилось в размере 3,8%.

В начале марта евро резко укреплялся к доллару на росте опасений рецессии или стагнации в США после вступления в силу 4 марта тарифов на импорт из Канады и Мексики, удвоения ставки тарифов на импорт из Китая, а также массовых увольнений федеральных служащих США. Поддержку евро также оказывал оптимизм в отношении потенциального разрешения конфликта на Украине. При этом оперативные данные (PMI и розничные продажи) по еврозоне показывали сохранение слабой динамики производства (в частности, в обрабатывающей промышленности) и спроса в январе-феврале, поэтому укрепление евро было непродолжительным и, достигнув к 7 марта уровня 1,086 долл., курс стабилизировался. 6 марта ЕЦБ ожидаемо понизил все три основные ставки на 25 б.п., что также способствовало остановке укрепления евро.



Источник: Federal Reserve Economic Data

В последующие 10 дней курс евро сохранил тренд некоторый к укреплению с небольшими колебаниями. 10 марта президент США Трамп допустил возможность рецессии в краткосрочной перспективе, что вызвало короткое укрепление евро до 1,093 долл. Однако 13 марта Трамп заявил о возможном дальнейшем усилении тарифного давления на ЕС, если с его стороны будут введены ответные тарифы, в результате чего евро вновь опустился до 1,086 долл. При этом также 13 марта вышли позитивные данные по росту промышленного выпуска в Еврозоне в январе, что в дальнейшем оказало поддержку евро и к 18 марта курс вырос до 1,093 долл.

19 марта ФРС ожидаемо сохранила учетную ставку без изменений на уровне 4,25-4,5% в силу персистентной инфляции и возможного дополнительного ценового давления со стороны тарифов. При этом ФРС также опубликовала прогнозы, согласно которым введенные импортные тарифы приведут к ускорению инфляции выше ранее ожидавшихся уровней в течение года, хотя этот эффект будет временным. Это несколько скорректировало рыночные ожидания в сторону более высокой траектории для учетной ставки, что привело к ослаблению евро до 1,081 долл. к 21 марта.

В последней декаде марта евро был в целом стабилен к доллару. С одной стороны, существенно выросла неопределенность в отношении торговой политики в ожидании введения «взаимных» тарифов со стороны США в начале апреля. Возобновились дискуссии

относительно возможной рецессии в США, причем некоторые банки оценили ее вероятность почти на уровне 50%. Также некоторые известные опросы показали существенное ухудшение потребительских настроений и рост опасений инфляции в США. 28 марта был опубликован индекс базовой инфляции PCE в феврале (2,8%), который действительно оказался выше ожиданий. Однако при этом 21 марта президент Трамп заявил, что готовящиеся к введению с начала апреля «взаимные» тарифы будут допускать «гибкость», а 26 марта отметил, что данные тарифы будут «снисходительными», а не в полной мере «взаимными». Эти сигналы несколько стабилизировали ожидания, и к 31 марта евро сохранился на отметке 1,080 долл.

В краткосрочной перспективе риски для курса евро скорее смещены в положительную зону. С начала апреля евро укрепился к доллару примерно на 4,9%. В результате введения «взаимных» тарифов со стороны США, которые оказались существенно выше ожидаемых цифр, наблюдалось значительное падение рынка как акций, так и облигаций США с резким ростом доходностей гособлигаций, который, вероятно, стал основной причиной последующей приостановки на 90 дней и временного существенного смягчения «взаимных» тарифов. В силу наблюдавшейся волатильности рынка и быстрой реакции на нее властей можно ожидать, что в конечном итоге окончательно утвержденные «взаимные» тарифы окажутся значительно менее ограничительными, чем опасались инвесторы. При этом пока сохраняется режим торговой войны в отношении Китая с экстремально высокими тарифами. Но и для него уже были одобрены исключения в отношении потребительской электроники и ее компонентов. Поэтому в целом в обозримой перспективе можно ожидать менее жесткое тарифное «противостояние», чем ранее предполагалось, в том числе в отношении ЕС, что создаст предпосылки для укрепления евро. В то же время по-прежнему слабая статистика реального сектора в Еврозоне может говорить о возможно более слабой динамике выпуска, чем ожидалось ранее. Это будет играть в сторону ослабления евро.

8. ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Государственный долг

На 1 апреля 2025 г. объем государственного внутреннего⁷ долга РФ, выраженного в государственных ценных бумагах (ОФЗ, ГСО), составил 24082,5 млрд руб. и за март вырос на 597,3 млрд руб. или на 2,5%, а с начала года – на 999,6 млрд руб. или на 4,3%.

В отчетном месяце Минфин провел 8 аукционов и вслед за ними 4 дополнительных размещения, продав облигации в объеме 610,0 млрд руб. Кроме этого, внутренний госдолг прирос за счет индексации ОФЗ-ИН, которая в марте составила 17,5 млрд руб. Погашений ОФЗ в марте не происходило, но был погашен выпуск (2012 года) ГСО-ППС 36007 в объеме 30,4 млрд руб.

Внутренний долг в госбумагах с учетом госгарантий составил на 1 марта (последние данные Минфина) 24130,5 млрд руб., в том числе в госгарантиях в национальной валюте 645,3 млрд руб., при этом объем действующих рублевых госгарантий в феврале сократился на 9,3 млрд руб. (округленно -1,4%).

Государственный внешний долг на 1 апреля (последние данные Минфина) сложился на уровне 52,9 млрд долл., в том числе в виде внешних облигационных займов 32,5 млрд долл., из которых 20,8 млрд долл. составляют новые облигации ОВОЗ, а 11,6 млрд долл. – еврооблигации, незамещенные соответствующими выпусками ОВОЗ в декабре 2024 г.; а также в виде гарантий в иностранной валюте в объеме 18,9 млрд долл.

В марте долларовый объем внешнего госдолга увеличился на 0,3 млрд долл. за счет прироста госгарантий в долларовом выражении. В рублевом эквиваленте государственный внешний долг на 1 апреля соответствовал 4426,7 млрд руб., и с начала года снизился на 16,5% за счет укрепления рубля.

В соответствии с принятым Законом о федеральном бюджете (Федеральный закон от 30.11.2024 № 419-ФЗ), в 2025 году предусмотрены чистые внутренние заимствования в объеме 3364,9 млрд руб. (привлечение 4781,1 млрд руб., погашение 1416,1 млрд руб.); предоставление госгарантий в рублях в объеме 684 млрд руб.; (несвязанные) заимствования в иностранной валюте на международном рынке капитала в эквиваленте 1 млрд долл. при чистом снижении внешнего госдолга на 1,1 млрд долл.; предоставление валютных госгарантий в объеме 50 млн долл.

⁷ Напомним, что в соответствии с Бюджетным кодексом, к внутреннему долгу Российской Федерации относятся обязательства, выраженные в национальной валюте, а к внешнему долгу – обязательства в иностранной валюте. Этот подход отличается от методологии платежного баланса (используемой Банком России), в соответствии с которой внешний долг определяется как долг перед нерезидентами.

Напомним, что, в условиях санкционной блокировки валютных резервов России действует особый порядок исполнения обязательств по внешнему долгу, сформулированный Минфином в приказах №240 от 22 июня 2022 г., и №315 от 27 июля 2022 г. Президент РФ 4 августа 2023 г. также подписал закон⁸, вносящий поправки в Бюджетный кодекс (статья 105), которые наделяют правительство полномочиями по замещению обращающихся еврооблигаций РФ на новые выпуски с аналогичными условиями по согласованию с их владельцами. В декабре (06.12.2024) Минфин РФ информировал⁹ о завершении операции замещения еврооблигаций РФ: совокупно Минфин обменял еврооблигации Российской Федерации на сумму, эквивалентную 20,8 млрд долл. по номиналу (с учетом амортизации), или 64,2% от долларowego эквивалента номинального объема всех оригинальных выпусков еврооблигаций Российской Федерации. Оставшиеся незамещенными еврооблигации РФ в номинальном объеме 11,6 млрд долл. продолжают обращение на вторичном рынке с обслуживанием согласно упомянутому действующему порядку.

Отметим также, что Указ Президента от августа 2023 г. определяет особый порядок исполнения гарантий в иностранной валюте (Указ №603)¹⁰.

Аукционы по размещению ОФЗ

В марте Минфин провел 8 аукционов ОФЗ и 4 дополнительных размещения после аукциона (ДРПА), на которых размещались только бумаги с постоянным купоном (ОФЗ-ПД), но в широком ассортименте. Они были представлены выпусками – ОФЗ-ПД 26218, с купоном 8,5% и погашением в 2031 г., ОФЗ-ПД 26230 с купоном 7,7% и погашением в 2039 г., ОФЗ-ПД 26238 с купоном 7,1% и погашением в 2041 г., ОФЗ-ПД 26240 с купоном 7,0% и погашением в 2036 г., ОФЗ-ПД 26245 с купоном 12% (погашение в 2035 г.), ОФЗ-ПД 26246 с купоном 12% (погашение в 2036 г.), и ОФЗ-ПД 26247 с купоном 12,25% и погашением в 2039 г.

Из совокупного объема привлеченных в марте средств – 610,0 млрд руб. (в феврале было – 671,9 млрд руб.) на ДРПА пришлось 17,9 млрд руб., т.е. менее 4%. Коэффициент активности (совокупный спрос по отношению к предложению) составил 0,43 (в феврале – 0,36), коэффициент размещения (отношение размещенного объема к предложению) – 0,28 (в феврале было 0,23). Средневзвешенный срок до погашения гособлигаций, размещенных в марте, составил 12,5 лет (в феврале – 13,2 лет).

⁸ Федеральный закон от 04.08.2023 № 416-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».

⁹ https://minfin.gov.ru/ru/press-center?id_4=39503&ysclid=m66bhgz8zr632439865

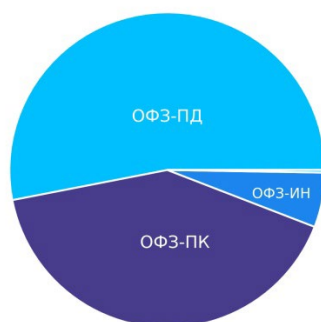
¹⁰ Указ Президента РФ от 09.08.2023 N 603 «О временном порядке исполнения государственных гарантий Российской Федерации, предоставленных в иностранной валюте».

Среднее значение ставки RUONIA, к которой привязаны ставки обращающихся облигаций ОФЗ-ПК, в марте составило 21,37%, что выше на 54 б.п. февральского значения.

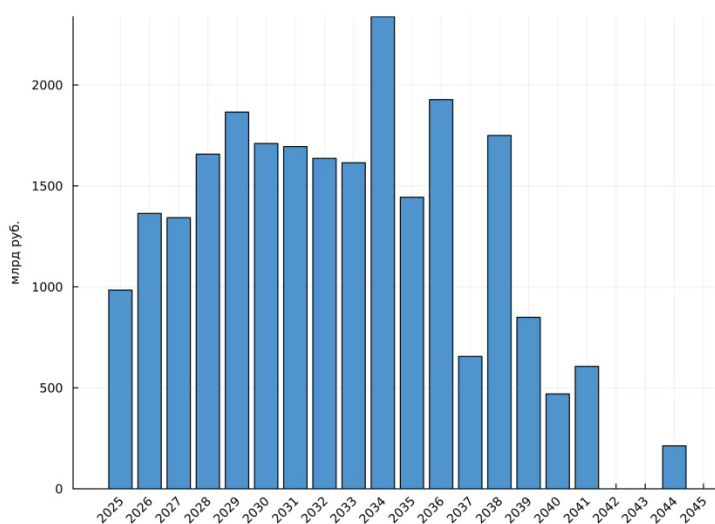
Внутренний долговой рынок

В структуре государственного внутреннего долга в ценных бумагах доминируют ОФЗ, их совокупный объем к 1 апреля составил 24018,5 млрд руб. (остальную часть, 0,3% внутреннего госдолга в ценных бумагах, представляют ГСО). В структуре размещенных ОФЗ преобладают ОФЗ-ПД и ОФЗ-ПК, составляя 54% и 40% внутреннего долга в ценных бумагах. Небольшую долю от объема внутреннего долга занимают облигации ОФЗ-ИН – 5,5% и ОФЗ-АД (с амортизацией долга) – 0,3%. ОФЗ для населения (ОФЗ-н) после погашения последнего выпуска в феврале уже не входят в состав внутреннего госдолга.

Структура долга в ГЦБ



Погашения внутреннего госдолга РФ (на 10.04.2025)

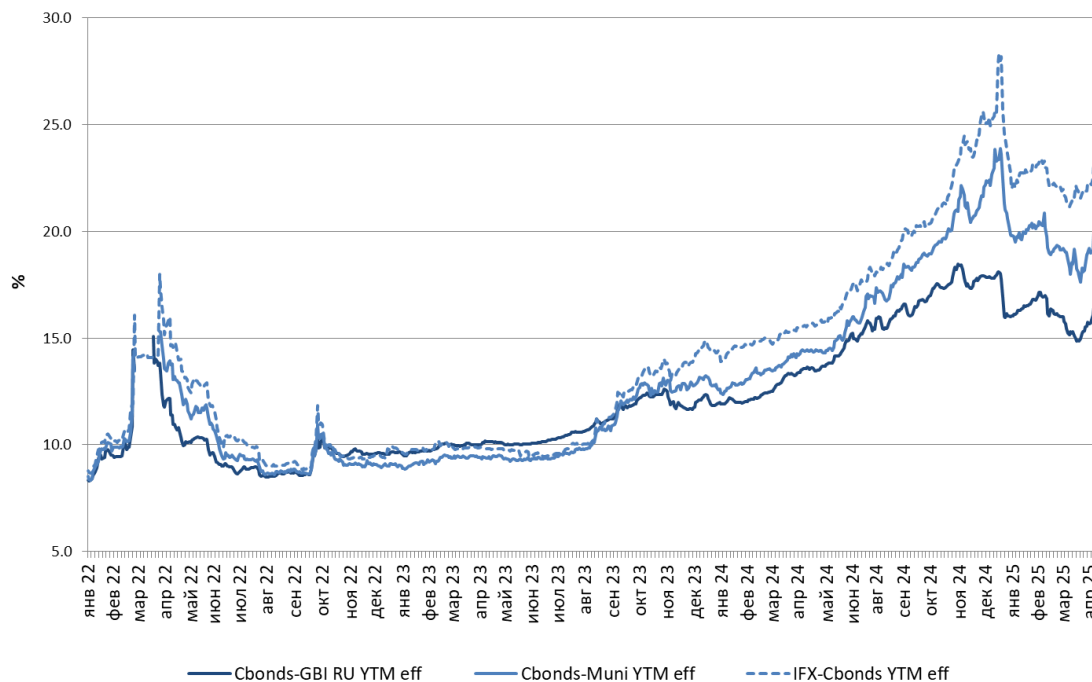


Доля нерезидентов на рынке ОФЗ на 1 марта (последние опубликованные данные ЦБ) составила 3,9% и за февраль округленно снизилась на 10 б.п.; в номинале объем ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, составил 922 млрд руб. и в феврале вырос на 6 млрд руб.

Среднее значение доходности государственных облигаций, выраженное индексом Cbonds-GBI RU YTM eff, в марте составило 15,30%, что ниже на 117 б.п. февральского значения.

На 1 апреля объем рынка региональных и муниципальных облигаций составил 643,0 млрд руб. и в отчетном месяце не изменился – новых размещений отмечено не было; с начала года прирост составил 1,0 млрд руб. Средневзвешенная доходность субфедеральных облигаций по индексу Cbonds-Muni (эффективная) в марте составила 18,51% и за месяц сократилась на 109 б.п.

Индикаторы доходности облигаций в 2022-25 гг.



Источник: CBonds

Объем рынка корпоративных облигаций на конец марта составил 31456,9 млрд руб. и за месяц прирос на 455,0 млрд руб. (-0,6%).

В марте из крупных выпусков можно отметить прежде всего облигации ВТБ объемом 100 млрд руб., сроком обращения 2 года и ставкой RUONIA+2,4% (текущий купон составляет 23,83%); несколько выпусков СИБУР Холдинга, в частности 7-летний с колл-офертой через год, объемом 50 млрд руб. и купоном, привязанным к ключевой ставке ЦБ, с маржой 2,5%.

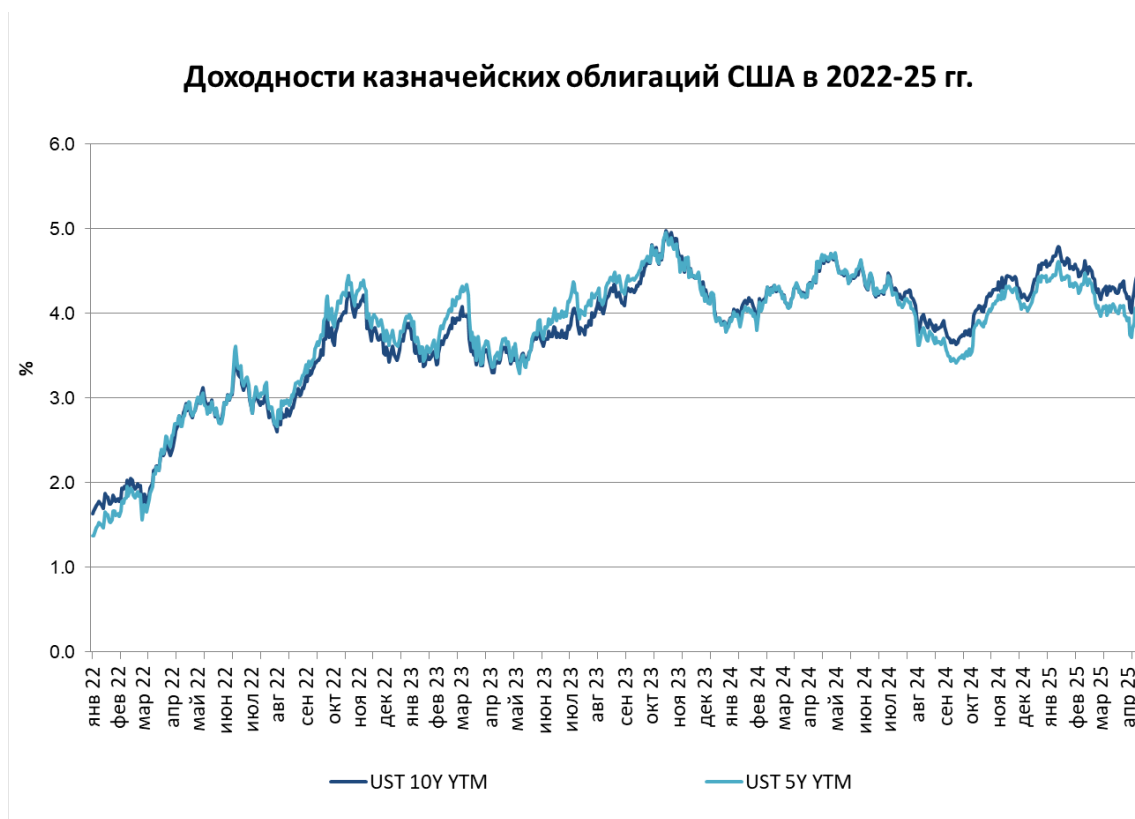
Средневзвешенная доходность рынка корпоративных облигаций по индексу IFX-Cbonds (эффективная) в марте сложилась на уровне 21,70%, что ниже на 88 б.п. показателя предыдущего месяца.

Международные финансовые рынки

Среднемесячные доходности казначейских облигаций США в марте немного снизились по сравнению с предыдущим месяцем. Средняя доходность десятилетних казначейских облигаций США за март составила 4,28%, что ниже значения февраля на 17 б.п., доходность пятилетних бумаг составила 4,04%, что ниже на 24 б.п. февральского показателя.

Денежно-кредитная политика в крупнейших развитых странах смягчается, но с осторожностью, поскольку показатели инфляции еще (хотя немного) превышают целевые ориентиры. ФРС США по итогам заседания 19 марта (как и 29 января) оставила базовую

ставку без изменений на уровне 4,25–4,5% (после декабрьского снижения). При этом годовая инфляция по итогам марта сложилась на уровне 2,4% после 2,8% по итогам февраля. ЕЦБ 6 марта вновь снизил базовую ставку на 25 б.п. – с 2,90% до 2,65%; при этом годовая инфляция в еврозоне в марте вновь немного снизилась – до 2,2% после 2,4% в феврале. Очередное решение по ставке ЕЦБ примет на днях (17 апреля), прогноз участников предполагает очередное снижение на 25 б.п.



В марте 2025 года на мировых фондовых рынках в целом преобладали коррекционные настроения: в США сыграли роль «торговые войны» и неопределенность вокруг политики президента Д. Трампа; в Китае, с одной стороны, в начале месяца прошли заседания ключевых органов власти «Две сессии» с объявлением новых стимулов и прогнозов роста; с другой – к концу месяца инвесторы несколько сбавили оптимистичные ожидания; в России при негативном влиянии жесткой ДКП Центробанка и некотором снижении нефтяных цен все же главным фактором продолжают оставаться геополитические сигналы и переговоры с США.

По итогам месяца американский индекс S&P500 упал на 1,4%, британский FTSE 100 понизился на 2,6%, европейский Stoxx Europe 600 просел на 4,2%, японский NIKKEI 225 – скорректировался на 4,1%, китайский SSE Composite немного восстановился – на 0,4%. Фондовый индекс по странам с формирующимся рынком MSCI EM укрепился также на 0,4% в последнем месяце. Индекс МосБиржи в марте потерял 5,8%, индекс РТС,

выраженный в долларах – скорректировался на 2,8% (притом что за месяц курс рубля к доллару укрепился в номинальном выражении на 4,6%).

Среднее значение индекса VIX в марте составило 21,8 против 16,9 в предыдущем месяце, отражая возросший, но умеренный, по восприятию инвесторов, уровень волатильности международных финансовых рынков.

Рынок российских облигаций в иностранной валюте

Как было отмечено ранее, в декабре структура российского государственного внешнего долга изменилась, так что почти 2/3 бывших выпусков суверенных еврооблигаций (в эквиваленте 20,8 млрд долл.) были преобразованы в замещающие облигации ОВОЗ. Оставшиеся незамененными суверенные еврооблигации РФ (в эквиваленте 11,6 млрд долл.) продолжают обращение на вторичном рынке.

По последним (ежеквартальным) данным Банка России, доля инвестиций нерезидентов в еврооблигационных займах РФ на 1 января 2025 г. составляла 28,1% (9,1 млрд долл.) против 44,0% (14,4 млрд долл.) на 1 октября 2024 г. и 51,1% (20,0 млрд долл.) на 1 января 2022 г.

Индекс доходности суверенных долларовых еврооблигаций по Восточной Европе Cbonds Eastern Europe Sovereign USD YTM в марте в среднем составил 6,09% (-11 б.п.); аналогичный индекс по СНГ Cbonds CIS Sovereign USD YTM – 9,26% (-57 б.п. по сравнению с февралем).

Объем рынка российских корпоративных еврооблигаций на 1 апреля сложился на уровне 29,6 млрд долл. и за месяц округленно не изменился (с начала года снизился на 0,9 млрд долл.). В связи с инфраструктурными ограничениями при обслуживании еврооблигаций и в рамках Указа¹¹ Президента РФ российские эмитенты проводили замещающие выпуски; с начала 2025 г. новых выпуски этого типа не размещались – отчасти по причине уже проведенных замещений. Некоторые эмитенты реализовали выпуски, номинированные в долларах США и выплатами в рублях. Так, в марте ГМК Норильский никель разместил 5-летний выпуск в объеме 0,8 млрд долл. и купоном 8%, с пут-офертой в марте 2026 г.

Альтернативой еврооблигациям для российских компаний становятся облигации в юанях и других валютах дружественных стран. В марте, в частности, Акрон (крупный производитель минеральных удобрений) разместил 2-летний выпуск в объеме 1,6 млрд юаней, с купоном 10,5% и доходностью первичного размещения 11,02%.

Совокупный объем рынка корпоративных облигаций РФ в юанях составил на 1 апреля 126,8 млрд юаней (эквивалент 17,4 млрд долл.), что чуть ниже (-1,8%) значений начала года (сказались конъюнктура и преобладание погашений).

¹¹ Указ Президента РФ от 22.05.2023 № 364

9. ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Платежный баланс в 2024 г.

28 марта Банк России опубликовал уточненную оценку платежного баланса за 2024 г. Сальдо счета текущих операций сложилось в размере 62,3 млрд долл. (2,9% ВВП) и было повышено на 8,5 млрд долл. по сравнению с январскими предварительными данными. Увеличение оценки произведено за счет повышения в части баланса торговли товарами: экспорт повышен на 15,9 млрд долл. до 433,1 млрд долл., а импорт – на 5,6 млрд долл. до 300,1 млрд долл. Баланс услуг понижен на 0,8 млрд долл. до 39,1 млрд долл.; баланс первичных и вторичных доходов также скорректирован вниз на 0,9 млрд долл. до 31,5 млрд долл. В отношении финансового счета оценка чистого приобретения иностранных активов кроме резервных повышена на 10,4 млрд долл. до 66,8 млрд долл.; чистое принятие обязательств перед нерезидентами также повышено на 1,4 млрд долл. до 10,0 млрд долл. Повышение оценки чистого приобретения иностранных активов, вероятно, связано с задержками платежей и лагами в расчетах по экспорту (активы в части прочих инвестиций). Банк России неоднократно отмечал роль этого фактора. Чистые ошибки и пропуски, которые могут рассматриваться как прокси для незарегистрированного оттока капитала, сложились в размере 9,0 млрд долл. против 9,6 млрд долл. в январской оценке.

По сравнению с январской предварительной оценкой была также существенно повышена степень детализации информации по динамике показателей платежного баланса (в особенности его финансового счета):

- на фоне сохраняющегося санкционного давления продолжалось сокращение входящих прямых инвестиций, которое замедлилось до 8,2 млрд долл. по сравнению с 10,0 млрд долл. в 2023 г.;
- прирост исходящих прямых инвестиций замедлился до минимального (0,2 млрд долл.) по сравнению с 10,7 млрд долл. в 2023 г.;
- продолжалась также негативная динамика входящих и исходящих портфельных инвестиций: сокращение входящих замедлилось до 7,8 млрд долл. против 9,2 млрд долл. в предыдущем году, а снижение исходящих – ускорилось до 7,8 млрд долл. против 4,3 млрд долл. соответственно;
- в отношении прочих инвестиций наблюдалось ускорение роста как принятия обязательств перед нерезидентами (до 29,4 млрд долл. против 13,1 млрд долл. в 2023 г.), так и приобретения иностранных активов (до 75,9 млрд долл. против 37,1 млрд долл.), что было связано с лагами во внешнеторговых расчетах;
- резервные активы по методологии платежного баланса в 2024 г. сократились на 3,8 млрд долл. (на 10 млрд долл. в 2023 г.) в силу продолжения нетто-продаж валюты Банком России в рамках бюджетного правила.

Таблица 9.1 Платежный баланс в 2024 г., млрд долл.

	2024	2023
Счет текущих операций	62,3	49,4
Торговый баланс	133,0	121,7
Экспорт	433,1	424,7
Импорт	300,1	303,1
Баланс услуг	-39,1	-36,1
Экспорт	42,2	40,5
Импорт	81,3	76,6
Баланс первичных и вторичных доходов	-31,5	-36,1
Оплата труда	-6,4	-4,8
Инвестиционные доходы	-22,2	-22,1
Рента	0,1	0,0
Вторичные доходы	-3,1	-9,3
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	-57,1	-50,1
Счет операций с капиталом	-0,3	-1,4
Финансовый счет, кроме резервных активов	56,8	48,7
Чистое приобретение активов, кроме резервных	66,8	41,4
Чистое принятие обязательств	10,0	-7,3
Чистые ошибки и пропуски	-9,0	-9,3
Изменение резервных активов	-3,8	-10,0

Источник: Банк России

Платежный баланс в 1 кв. 2025 г.

11 апреля Банк России представил предварительную оценку платежного баланса за 1 кв. 2025 г.

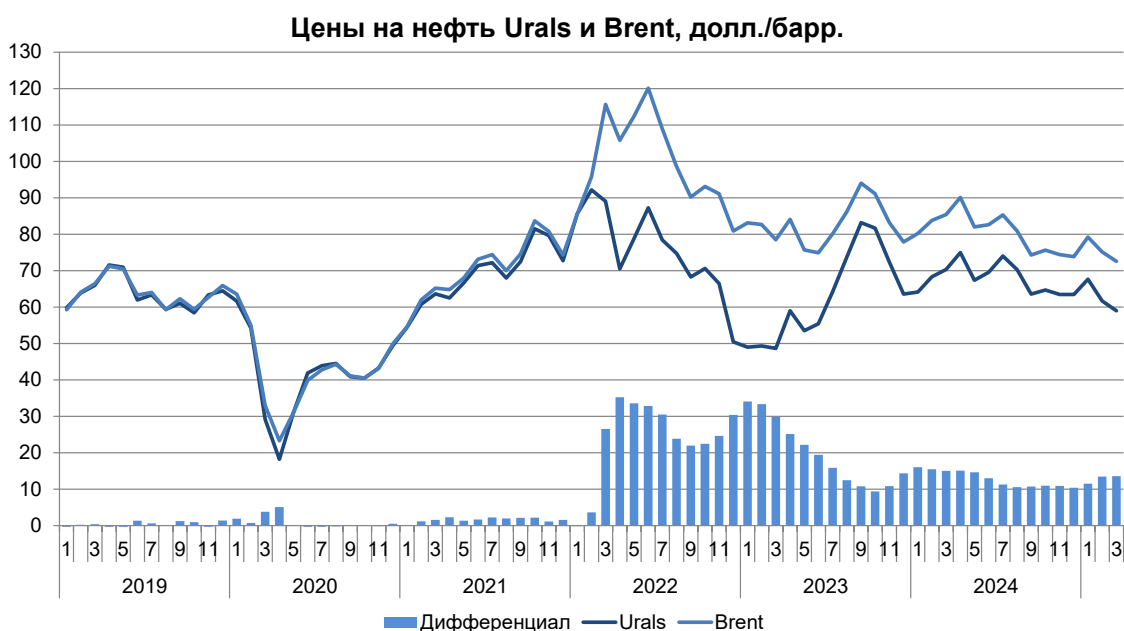
Таблица 9.2 Платежный баланс в 1 кв. 2025 г., млрд долл.

	1 кв. 2025	1 кв. 2024	% г/г
Сальдо текущего счета	19,8	23,9	-17,2
Внешняя торговля товарами			
Экспорт	97,5	101,9	-4,3
Импорт	64,9	67,1	-3,3
Внешнеторговый оборот	162,4	169,0	-3,9
Сальдо торгового баланса	32,5	34,8	-6,6
Внешняя торговля услугами			
Экспорт	9,8	10,1	-3,0
Импорт	17,2	17,5	-1,7
Внешнеторговый оборот	27,0	27,6	-2,2
Сальдо торгового баланса	-7,4	-7,4	
Баланс первичных и вторичных доходов	-5,4	-3,5	
Чистое принятие обязательств перед нерезидентами	5,1	-4,3	
Чистое приобретение иностранных активов (кроме резервных)	18,4	24,8	
Чистые ошибки и пропуски	-12,3	-1,6	
Изменение резервных активов	-5,9	-6,9	

Источник: Банк России

Экспорт товаров. Согласно предварительной оценке Банка России, в 1 кв. 2025 г. стоимость экспорта товаров составила 97,5 млрд долл., сократившись на 4,3% г/г. Сокращение стоимостного объема экспорта в годовом выражении было обусловлено более низкими ценами на нефть и никель, а также снижением физобъема нефтяного экспорта. При этом с исключением сезонности экспорт сократился на 4,7% кв/кв за счет снижения цен на российскую нефть в том числе за счет расширения дифференциала цен Urals и Brent, а также цен на никель. Отметим, что данные по экспорту за январь-февраль были скорректированы Банком России на основе поступивших отчетных данных: оценка за январь повышена на 0,2 млрд долл., а за февраль – понижена на 0,4 млрд долл. Также были пересмотрены ретроспективные данные: экспорт за 2023 г. суммарно повышен на 0,3 млрд долл., а за 2024 г. – понижен на 0,7 млрд долл.

В 1 кв. средние цены на нефть Brent и Urals составили 75,6 и 62,8 долл./барр, сократившись на 9,0 и 7,1% г/г соответственно. При этом цена Brent выросла на 1,4% кв/кв, а цена Urals снизилась на 1,7% кв/кв. Повышательное давление на цены оказали январские санкции США в отношении российского нефтяного сектора и танкерного флота, а также ограничения добычи со стороны ОПЕК+, ранее продленные до конца 1 кв. Понижательный эффект оказали тарифные войны США и их торговых партнеров, опасения о рецессии в США и ухудшении перспектив мирового роста, подтверждение со стороны ОПЕК+ о начале наращивания добычи с апреля, рост добычи в странах вне ОПЕК+, а также ожидания прогресса по разрешению кризиса на Украине с возможным снятием санкций с России. Дифференциал Urals-Brent в 1 кв. снизился до 12,9 долл. против 15,5 долл. годом ранее, но увеличился по сравнению с предыдущим кварталом (10,8 долл.), что было связано с эффектом январских санкций США.



Источник: Минэкономразвития, Всемирный банк

Исходя из предварительных данных Международного энергетического агентства, в 1 кв. физобъем нефтяного экспорта составил 7,4 млн барр./сут., что примерно соответствует предыдущему кварталу. Таким образом, санкции США в отношении российского нефтяного экспорта от 10 января не оказали влияния на уровень поставок в 1 кв. При этом экспорт был на 0,5 млн барр./сут. ниже уровня 1 кв. 2024 г. за счет продолжения действия добровольных ограничений в рамках сделки ОПЕК+.

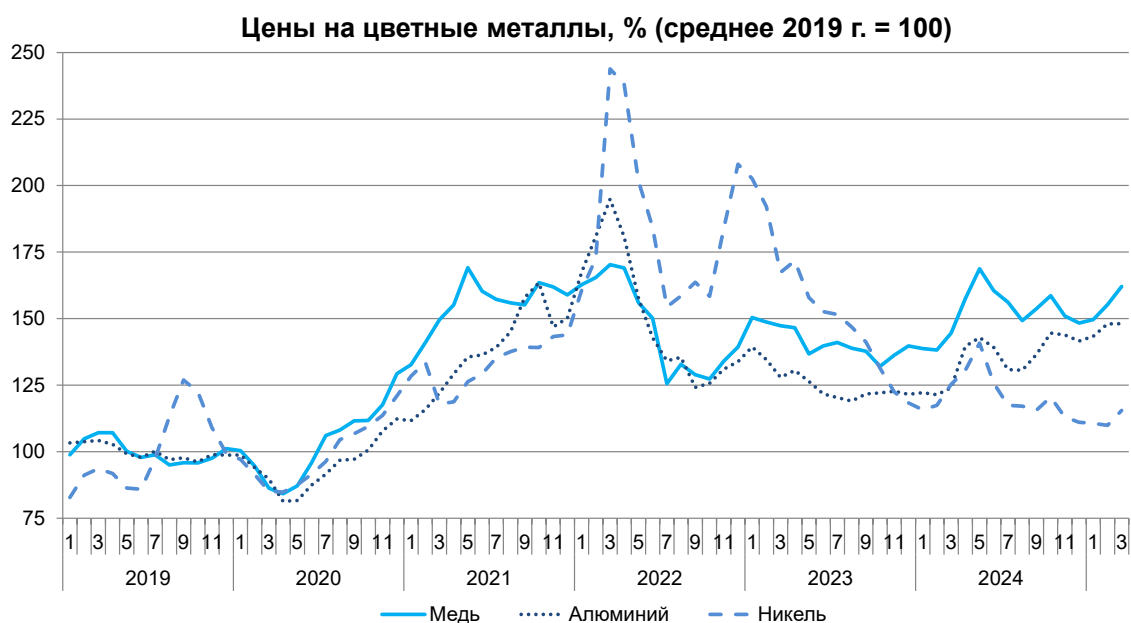
По данным Всемирного банка, цена на природный газ в Европе в 1 кв. выросла на 64,7% г/г и на 6,2% кв/кв. Основным фактором высоких цен стали холодная погода, близкие к рекордным темпы отбора газа из европейских ПХГ при относительно низком уровне их заполнения, остановка транзита российского газа через Украину, а также низкая ветрогенерация. При этом в марте цена скорректировалась вниз на фоне относительно теплой погоды, завершения отопительного сезона, рекордного уровня поставок СПГ, а также смягчения геополитического фактора на фоне переговоров России и США.



Источник: Всемирный банк

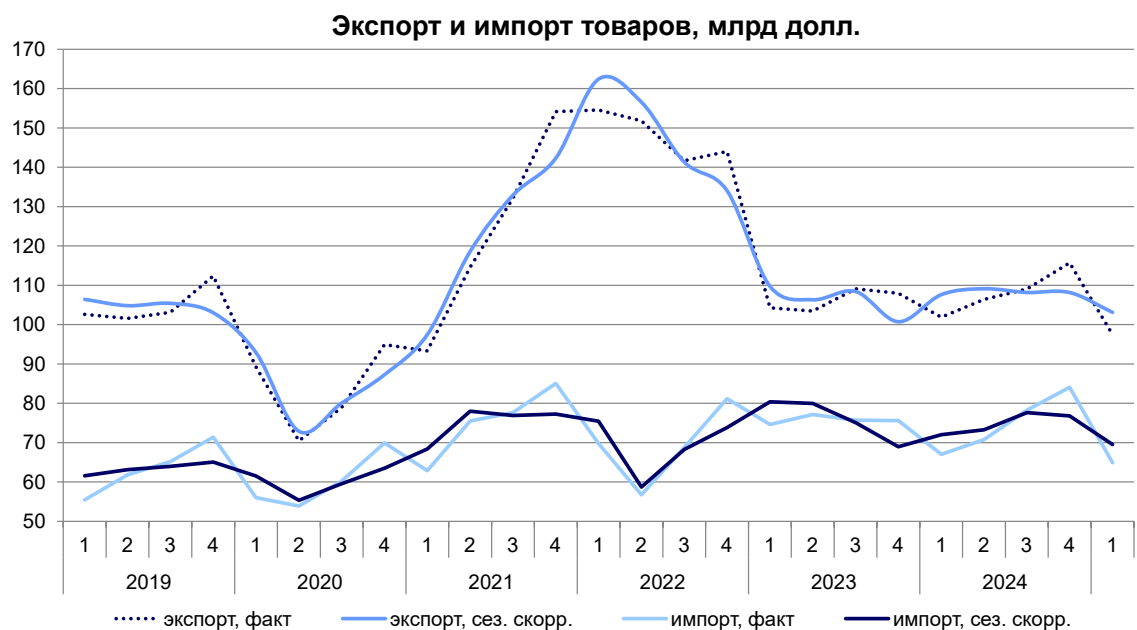
Цены на медь в 1 кв. выросли на 10,8% г/г и на 1,9% кв/кв, а цены на алюминий увеличились на 19,6% г/г и на 2,2% кв/кв. Факторами роста цен на алюминий и медь стали новая тарифная политика США в отношении импорта данных металлов (10 февраля на алюминий были введены тарифы на уровне 25%, а Министерству торговли США было поручено исследовать возможность введения тарифов на медь), запрет на импорт в ЕС первичного алюминия из России в рамках 16-го пакета санкций ЕС от 24 февраля, а также сбой на производстве меди в Чили. Цены на никель в 1 кв. сократилась на 6,3% г/г и на 2,5% кв/кв. На рынке никеля разрешилась неопределенность о квотах на добычу никелевой руды в Индонезии, и ожидания относительно предложения увеличились, что снизило цены. При этом в марте цены выросли на фоне завершения необычно сильного сезона дождей и возобновления добычи никелевой руды на Филиппинах, обсуждения

правительством Филиппин возможных ограничений на ее экспорт, а также дискуссии в Индонезии относительно возможного повышения ставки роялти на ее добычу.



Источник: Всемирный банк

Импорт товаров в 1 кв. 2025 г. сократился на 3,2% г/г и на 9,5% кв/кв с исключением сезонности, несмотря на существенное укрепление рубля (8,8% г/г и 10,9% кв/кв к корзине валют торговых партнеров). Отметим, что оценки импорта за январь и февраль были повышены Банком России на основе поступивших отчетных данных: суммарная корректировка составила 0,5 млрд долл. Также были пересмотрены ретроспективные данные: импорт за 2023 г. суммарно повышен на 0,2 млрд долл., а за 2024 г. – на 0,6 млрд долл.



Источник: расчеты ЭЭГ на основе данных Банка России

Экспорт услуг в 1 кв. сократился на 3,0% г/г, а импорт – на 1,7% г/г. В результате пропорционального сокращения экспорта и импорта баланс торговли услугами не изменился и составил -7,4 млрд долл.

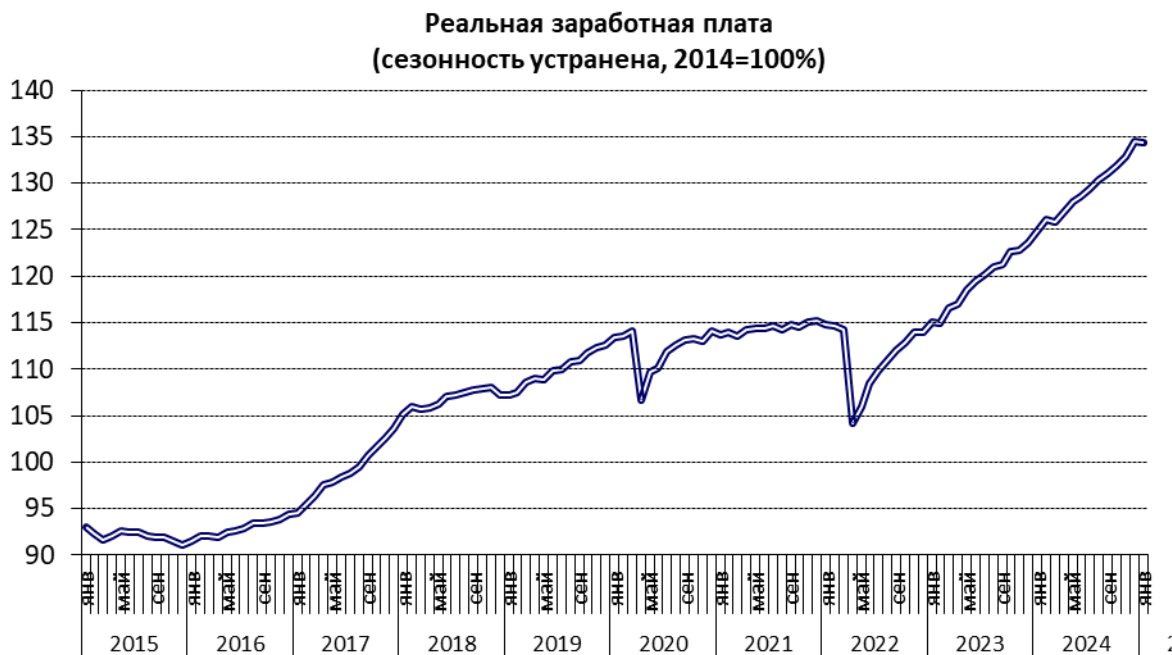
Баланс первичных и вторичных доходов в 1 кв. составил -5,4 млрд долл. против -3,5 млрд долл. в аналогичном периоде 2024 г.

Торговый баланс и сальдо счета текущих операций. На фоне более существенного сокращения стоимостных объемов товарного экспорта по сравнению с импортом внешнеторговое сальдо в 1 кв. 2025 г. снизилось на 2,3 млрд долл. или на 6,6%. Вследствие снижения профицита торгового баланса и увеличения дефицита первичных и вторичных доходов, сальдо счета текущих операций сократилось на 4,1 млрд долл. (до 19,8 млрд долл.), или на 17,2%.

Сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. В 1 кв. 2025 г. сальдо счета операций с капиталом и финансового счета (включая чистые ошибки и пропуски) составило -25,6 млрд долл. против -30,7 млрд долл. в 1 кв. 2024 г. Приводимые Банком России данные агрегированы на более высоком уровне, чем в случае текущего счета: принятие обязательств перед нерезидентами выросло на 5,1 млрд долл. против сокращения на 4,3 млрд долл. годом ранее, а увеличение иностранных активов замедлилось до 18,4 млрд долл. против 24,8 млрд долл. соответственно. Переход от сокращения к росту внешних обязательств Банк России связывает с уменьшением чистого погашения иностранных ссуд и займов, а также возобновлением роста прямых инвестиций. Дополнительно росту обязательств мог способствовать приток вложений в российские бумаги, в том числе ОФЗ, в силу смягчения геополитического фона, что отмечалось представителями Банка России и Правительства РФ. Продолжающийся рост иностранных активов проходит в основном в части прочих инвестиций и связан с лагами во внешнеторговых расчетах, что неоднократно отмечалось в комментариях Банка России. Чистые ошибки и пропуски (прокси для незарегистрированного оттока капитала) существенно выросли: до 12,3 млрд долл. против 1,6 млрд долл. годом ранее.

Международные резервы. По методологии платежного баланса, на фоне проведения нетто-продаж иностранной валюты (юаней), преимущественно, в рамках операций со средствами ФНБ, международные резервы в 1 кв. 2025 г. снизились на 5,9 млрд долл. (по сравнению с 6,9 млрд долл. в 1 кв. 2024 г.). В абсолютном выражении, за 1 кв. резервы увеличились на 38,2 млрд долл., до 647,3 млрд долл., приблизившись к рекордному уровню, за счет положительной переоценки (главным образом, роста цены на золото).

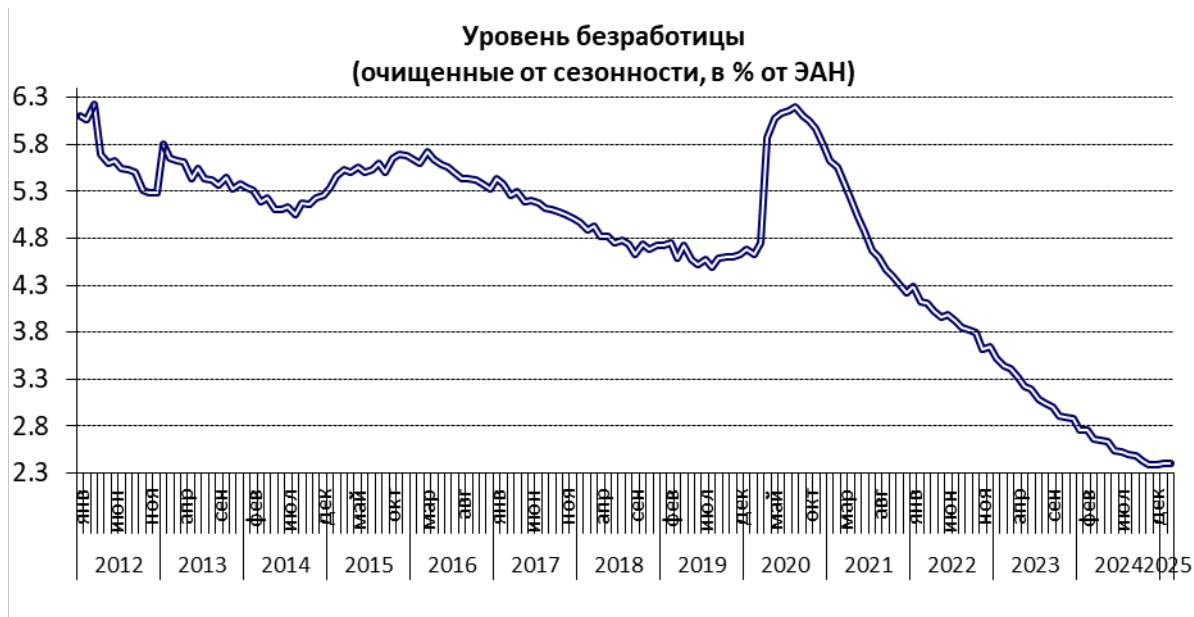
10. ФИНАНСЫ НАСЕЛЕНИЯ



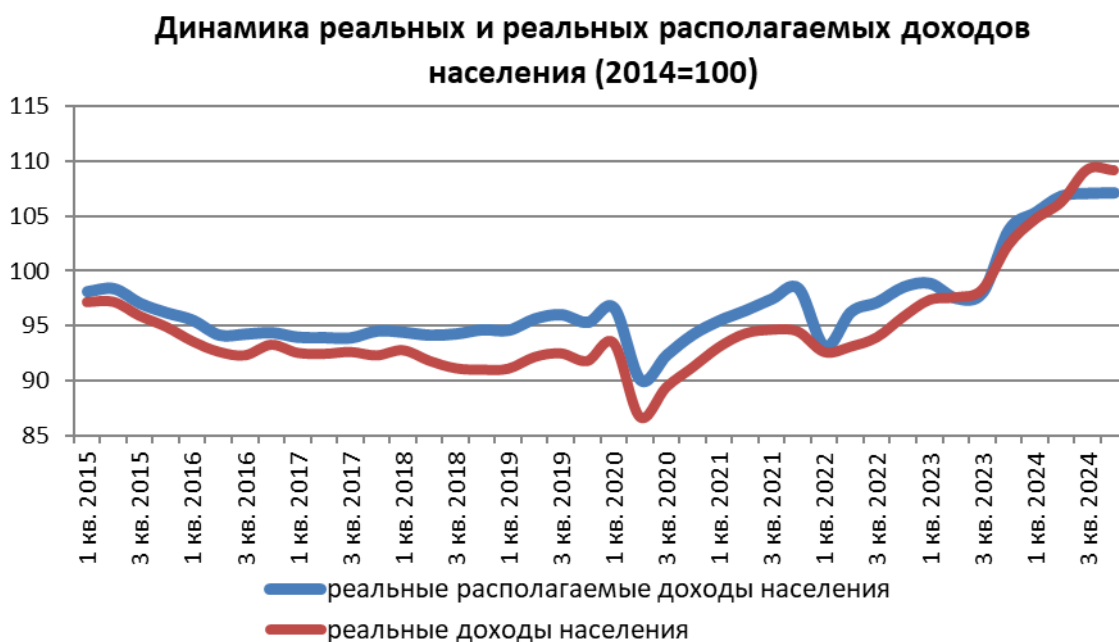
В марте - декабре 2024 года продолжился рост реальной заработной платы, наблюдавшийся на протяжении последних трех (вслед за масштабным снижением показателя в апреле 2022 года). При этом в первом месяце текущего года рост немного замедлился. В январе 2025 года к январю 2024 года прирост реальной заработной платы составил 6,5%. Напомним, что в целом за 2024 года по отношению к предыдущему году реальная начисленная заработная плата увеличилась на 9,1%, а прирост номинальной заработной платы составил за год 18,3%.

С сентября 2023 года уровень безработицы не превышал 3%, что свидетельствует о сохраняющейся напряженности на рынке труда, вызванной острым дефицитом трудовых ресурсов.

Число официально зарегистрированных безработных в феврале 2025 года, как и в предыдущие месяцы, составило 0,3 млн человек.

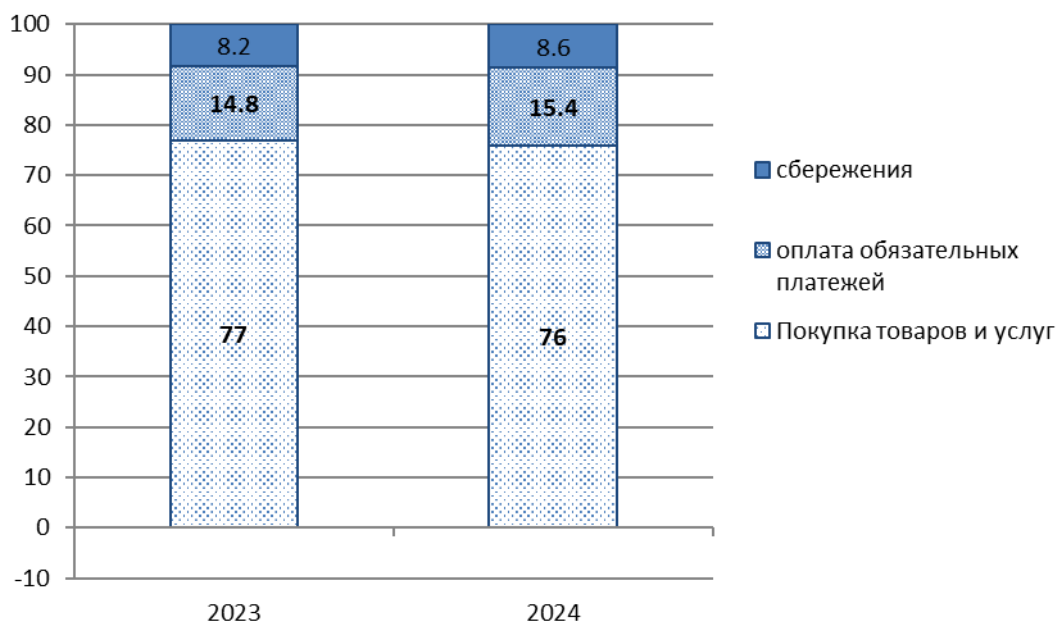


Согласно предварительной статистике Росстата, в 4-м квартале 2024 года реальные доходы населения выросли на 8,6% по сравнению с 4-м кварталом 2023 года, а реальные располагаемые доходы - на 4,1%. В целом за 2024 год реальные доходы выросли на 8,4% против прироста на 6,5% в 2023 году, а реальные располагаемые доходы – на 7,3% против прироста на 6,1% годом ранее.



Что касается использования денежных доходов, в 2024 году по сравнению с 2023 годом незначительно снизилась доля средств на покупку товаров и услуг. Доля средств на оплату обязательных платежей за последний год выросла. Также немного увеличилась доля сбережений.

Структура использования денежных доходов населения (%)



По предварительным данным Росстата, в 2024 году коэффициент Джини составил 0,408 против 0,405 годом ранее. Коэффициент фондов также немного увеличился по сравнению с предыдущим годом и составил 15,1 раз против 14,8 раз.

Индекс потребительской уверенности, отражающий совокупные потребительские ожидания населения, в первом квартале 2025 года снизился по сравнению с предыдущим кварталом на 2 п.п. и составил -11%. Согласно публикации Росстата, индекс ожидаемых изменений экономической ситуации в России на краткосрочную перспективу в первом квартале 2025 года снизился на 1 п.п. и составил -4%, индекс произошедших за год изменений в экономике России снизился на 3 п.п. до -16%. Индекс ожидаемых изменений в личном материальном положении сохранился на прежнем уровне и составил -3%, индекс произошедших изменений в личном материальном положении сократился на 2 п.п. (до -9%). При этом индекс благоприятности условий для крупных покупок снизился на 3 п.п. (до -22%), а индекс благоприятности условий для сбережений сократился на 1 п.п. до -21%.